

Maggio 2020

Aspetti critici della determinazione del valore normale dei carried interest alla luce degli ultimi orientamenti dell’Agenzia delle Entrate

Luca Rossi, Marina Ampolilla e Armando Tardini, Facchini Rossi Michelutti Studio Legale Tributario

1. Premessa

1.1 Il nuovo regime dei carried interest – breve inquadramento introduttivo

L’art. 60 del Decreto Legge 24 aprile 2017, n. 50 ha introdotto nell’ordinamento italiano una presunzione assoluta circa la qualificazione ai fini delle imposte sui redditi dei proventi derivanti, tra l’altro, da azioni aventi diritti patrimoniali rafforzati¹ (c.d. “*carried interest*”) detenute direttamente o indirettamente da dipendenti e amministratori (di seguito, anche i “*manager*”) delle relative società (ovvero di soggetti ad esse legati da un rapporto di controllo o gestione). Tale presunzione opera al ricorrere di tre condizioni previste dal comma 1 dell’art. 60, citato.

In particolare, è necessario che:

- (i) l’investimento complessivo di tutti i dipendenti e amministratori abbia comportato un esborso effettivo pari ad almeno l’1 per cento del patrimonio netto della società²;
- (ii) i proventi dei *carried interest* maturino in via postergata rispetto alla corresponsione agli altri soci di un ammontare almeno pari al capitale investito e al c.d. “*hurdle rate*” (i.e. un rendimento minimo previsto nello statuto della società)³;

¹ In merito l’Agenzia delle Entrate nella Circolare n. 25/E del 16 ottobre 2017 ha chiarito che “I diritti patrimoniali rafforzati cui la norma fa riferimento si configurano quale diritto a ricevere una parte dell’utile complessivo generato dall’investimento in misura più che proporzionale all’investimento stesso e ordinariamente presuppongono che la generalità dei soci abbia ottenuto il rimborso del capitale investito oltre ad un rendimento adeguato, definito nella prassi “*hurdle rate*””.

² Sul punto la Circolare 25/E, citata, ha specificato che l’esborso effettivo dei dipendenti e dei *manager* deve essere commisurato al patrimonio netto effettivo della società, da computarsi a valori correnti determinabili sulla base di apposite perizie di stima.

³ La lett. b), del comma 1, dell’art. 60, citato, inoltre specifica che, nel caso di cambio di controllo, la condizione si considera verificata a condizione che i soci abbiano realizzato con la cessione delle proprie partecipazioni un prezzo almeno pari al capitale investito e all’*hurdle rate*.

(iii) i *carried interest* siano detenuti dai dipendenti e dagli amministratori per un periodo minimo di cinque anni ovvero, se anteriore, fino alla data in cui avviene un cambio di controllo delle società.

Al ricorrere delle suddette condizioni, la norma in esame dispone che i redditi realizzati dai dipendenti e dai *manager*, ad esempio in caso di *exit* dall'investimento, non potranno essere riqualificati alla stregua di redditi di lavoro dipendente o assimilato⁴, ma dovranno essere assoggettati al regime impositivo previsto per i redditi di natura finanziaria.

Fatta questa breve premessa, preme osservare che la presunzione assoluta introdotta dall'art. 60 del D.L. n. 50/2017 opera esclusivamente con riferimento ai proventi derivanti dall'investimento. Il regime in parola, infatti, non specifica alcunché circa gli impatti fiscali che si possono verificare al momento in cui i *manager* entrano nella disponibilità giuridica delle azioni dotate dei *carried interest*.

In maggior dettaglio, la Circolare 25/E, citata, chiarisce che la presunzione legale “non riguarda il reddito derivante dalla assegnazione degli stessi (strumenti finanziari con diritti patrimoniali rafforzati, *n.d.r.*), ricompreso - in base ai principi generali desumibili dall'art. 51 del TUIR - tra i redditi di lavoro dipendente, nella misura pari alla differenza tra il valore di mercato del titolo ed il prezzo pagato dal dipendente”.

Ebbene, attraverso il presente documento si intendono condividere talune considerazioni in merito alle conseguenze fiscali dell'assegnazione dei titoli partecipativi dotati di *carried interest* ai *manager*; e ciò specialmente alla luce della recente risposta dell'Agenzia delle Entrate 27 febbraio 2020, n. 77 (di seguito, la “Risposta”).

1.2 La quantificazione dei compensi in natura nell'ambito dei redditi di lavoro dipendente

Occorre innanzitutto premettere che ai sensi dell'art. 49 del D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, i redditi di lavoro dipendente sono “*quelli che derivano da rapporti aventi per oggetto la prestazione di lavoro, con qualsiasi qualifica, alle dipendenze e sotto la direzione di altri*”. Il successivo art. 51, poi, introduce il c.d. “principio di omnicomprensività” in forza del quale “*Il reddito di lavoro dipendente è costituito da tutte le somme e i valori in genere, a qualunque titolo percepiti nel periodo d'imposta, anche sotto forma di erogazioni liberali, in relazione al rapporto di lavoro*”. Qualunque utilità conseguita sulla base del rapporto di lavoro, dunque, deve essere intesa quale remunerazione del lavoro prestato⁵. Immediata conseguenza di ciò è che l'assegnazione

⁴ Stante il rinvio operato dall'art. 52 del D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 alle disposizioni dell'art. 51 del D.P.R. n. 917/1986, nel prosieguo, per mera semplicità espositiva, si farà esclusivamente riferimento al reddito di lavoro dipendente anche con riferimento ai redditi percepiti dagli amministratori che, come noto, ai sensi dell'art. 50 del D.P.R. n. 917/1986 sono invece riconducibili alla categoria dei redditi assimilati a quelli di lavoro dipendente.

⁵ Sul punto, cfr. Circolare del Ministero delle Finanze 23 dicembre 1997, n. 326 ove viene specificato che la *ratio* della norma è evidentemente intesa ad attrarre alla categoria del reddito di lavoro dipendente i

agli amministratori di titoli partecipativi dotati di *carried interest*, in quanto legata al rapporto di lavoro instaurato con la società emittente (o con altra società del gruppo), deve, in linea di principio, ricondursi alla “corresponsione” di un’utilità rilevante ai fini dell’imposta sul reddito delle persone fisiche.

Non da ultimo, si ricorda che oltre al principio di omnicomprensività, l’art. 51, citato, sancisce, al comma 1, il c.d. “principio di cassa (allargato)” in forza del quale, come chiarito dall’amministrazione finanziaria, “il momento di percezione (del reddito di lavoro dipendente, *n.d.r.*) è quello in cui il provento esce dalla disponibilità dell’erogante per entrare nel compendio patrimoniale del percettore” (cfr. Circolare Ministero delle Finanze n. 326/1997).

Ciò premesso, occorre ora concentrarsi sulla determinazione del *quantum* tassabile ai fini IRPEF.

La determinazione della base imponibile dei compensi “in natura”, è regolata dal comma 3, dell’art. 51, citato, in forza del quale “*Ai fini della determinazione in denaro dei valori (percepiti dal dipendente, n.d.r.) ...si applicano le disposizioni relative alla determinazione del valore normale dei beni e dei servizi contenuto nell’art. 9*”.

Ovviamente, qualora il *manager* corrisponda alla società un ammontare di denaro per la sottoscrizione/acquisto delle azioni con diritti patrimoniali rafforzati, l’importo del compenso in natura da assoggettare a tassazione nell’ambito dei redditi di lavoro dipendente è costituito dalla differenza tra il valore normale dei titoli – individuato ai sensi dell’art. 9 del D.P.R. n. 917/1986 – e l’importo corrisposto per la loro sottoscrizione/acquisito⁶.

Urge allora analizzare l’art. 9, citato, al fine di comprendere quale sia, ai fini delle imposte dirette, il valore normale dei titoli azionari.

Il comma 4 della suddetta disposizione distingue tra le azioni negoziate in mercati regolamentati (lett. a) e le “*altre*” azioni (lett. b). Con riferimento alle prime, il legislatore individua il valore normale in base alla media aritmetica dei prezzi rilevati nell’ultimo mese. Con riferimento, invece, alle azioni “non quotate” (su cui ci si intende qui concentrare) il valore normale deve essere individuato “*in proporzione al valore del*

redditi “erogati al dipendente anche indipendentemente dal nesso sinallagmatico tra effettività della prestazione di lavoro reso e le somme e i valori percepiti”. La Circolare, citata, prosegue osservando che, poichè il comma 3 dell’art. 51, in parola, al fine di dettare i criteri di valutazione dei beni ceduti e dei servizi prestati al dipendente (c.d. “*fringe benefit*”) richiama “*il diritto di ottenerli da terzi*”, costituisce reddito di lavoro dipendente “tutto ciò che il dipendente riceve, anche da soggetti terzi, in relazione al rapporto di lavoro”.

⁶ Si vedano, in tal senso, Risoluzione n. 35/E del 16 marzo 2000 e Risoluzione n. 13/E del 18 gennaio 2002. In entrambi i documenti citati è stato chiarito che costituisce compenso in natura, assoggettabile a tassazione quale reddito di lavoro dipendente, la differenza tra il corrispettivo pagato dal dipendente ed il valore del bene o servizio a lui attribuito. Tale principio è ulteriormente ribadito anche nella Circolare n. 25/E citata.

patrimonio netto della società o ente, ovvero, per le società o enti di nuova costituzione, nell'ammontare complessivo dei conferimenti”.

Per le società non quotate, quindi, la norma fiscale richiede di valorizzare le azioni a seconda che si tratti o meno di società neocostituite – in base all'ammontare dei conferimenti effettuati ovvero in proporzione al relativo patrimonio netto. Sul punto, l'Agenzia delle Entrate, in diversi documenti di prassi, ha ulteriormente chiarito “che per le altre azioni, le quote di società non azionarie e i titoli o quote di partecipazione al capitale di enti diversi dalle società il valore normale è fissato in proporzione al valore del patrimonio netto della società o ente (e non in proporzione al patrimonio netto contabile)” precisando che “il valore del patrimonio netto deve risultare da relazione giurata di stima” e che “il valore periziato deve essere riferito all'intero patrimonio sociale esistente ad una data compresa nei trenta giorni che precedono quella in cui l'assegnazione è stata deliberata”⁷.

Prima di proseguire la presente disamina, preme rilevare, in via incidentale, che non può essere condivisa la posizione dell'Amministrazione finanziaria in merito alle formalità richieste per la validità della perizia di stima.

L'art. 9 del D.P.R. n. 917/1986, infatti, non richiede né che il valore normale delle azioni risulti da apposita perizia né tanto meno che tale perizia sia giurata e che si riferisca ad un preciso momento non anteriore a trenta giorni rispetto all'assegnazione delle azioni. D'altra parte, proprio perché né l'art. 9 né le disposizioni in tema di redditi di lavoro dipendente contemplano o richiedono la predisposizione di perizie, si deve senz'altro ritenere che l'Amministrazione finanziaria possa disattendere le conclusioni peritali, contestando motivatamente la metodologia di valutazione o l'inesattezza dei dati utilizzati e delle ipotesi poste a fondamento della valutazione. Pertanto, pur rappresentando uno strumento utile ed opportuno al fine di individuare correttamente il valore normale delle azioni onde prevenire future contestazioni in sede di verifica, la perizia di stima non è idonea a vincolare in alcun modo l'attività accertativa dell'Amministrazione finanziaria.

Così inquadrata la questione ancor meno si comprendono i requisiti formali richiesti dall'Amministrazione finanziaria. Tali requisiti sono stati erroneamente ripresi dalla diversa disposizione contenuta nell'art. 13, comma 5, della Legge 18 febbraio 1999 n. 28, a proposito dell'assegnazione agevolata, il quale dispone che “*Per le partecipazioni non negoziate nei mercati regolamentati il valore del patrimonio netto deve risultare da relazione giurata di stima, cui si applica l'articolo 64 del codice di procedura civile, redatta da soggetti iscritti all'albo dei dottori commercialisti, dei ragionieri e periti commerciali, nonché nell'elenco dei revisori contabili. Il valore periziato è riferito all'intero patrimonio sociale esistente ad una data compresa nei trenta giorni che precedono quella in cui l'assegnazione o la cessione è stata deliberata o realizzata*”.

⁷ Cfr. Circolare n. 112/E del 21 maggio 1999 e Risoluzione n. 3/E dell'8 gennaio 2002. I suddetti requisiti sono stati da ultimo ribaditi anche nella Risposta n. 427 del 25 ottobre 2019 e nella Risposta n. 77 del 27 febbraio 2020 in commento.

L'equivoco in cui è incorsa l'Amministrazione finanziaria è reso evidente dal fatto che nelle risposte rese in tema di *carried interest* (come pure nelle risposte precedentemente rese in tema di *stock option*) si richiama una Circolare del 1999 in tema di assegnazione agevolata. Riprendendo pedissequamente quanto riportato nella Circolare del 1999, l'Amministrazione finanziaria ha finito con l'estendere anche alla disposizione in commento alcuni requisiti che il legislatore aveva espressamente previsto solo ai fini della assegnazione agevolata. Ad ulteriore conferma dell'erroneità della posizione dell'Agenzia delle Entrate, valga osservare che ove il legislatore ha inteso introdurre rigidità formali relativamente alla valorizzazione di un elemento economico rilevante ai fini delle imposte lo ha fatto in maniera esplicita. Si pensi, tra gli altri, alla disciplina della c.d. "rivalutazione delle quote" nell'ambito della quale l'art. 5 della legge 28 dicembre 2001, n. 448 impone che il valore dei titoli da assoggettare ad imposta sostitutiva sia determinato "sulla base di una perizia giurata di stima, cui si applica l'articolo 64 del codice di procedura civile, redatta da soggetti iscritti all'albo dei dottori commercialisti, dei ragionieri e periti commerciali, nonché nell'elenco dei revisori contabili" chiarendo che "Il valore periziato è riferito all'intero patrimonio sociale". Non solo, l'art. 5, citato, prevede espressamente che il valore periziato debba riferirsi al 1° gennaio dell'anno in cui viene effettuata la rivalutazione. E ciò ad ulteriore conferma che, anche con riferimento alle eventuali rigidità temporali imposte dal legislatore in merito all'oggetto della perizia, vale il principio *ubi voluit dixit, ubi noluit tacuit*.

Se da un lato, quindi, è condivisibile l'approccio adottato nella prassi di supportare la valorizzazione dei titoli sottoscritti dai *manager* con una perizia redatta da un esperto indipendente, dall'altro, a parere di chi scrive, non è necessario che il perito proceda a giurare la perizia. Tantomeno può ritenersi che la perizia debba necessariamente prendere a riferimento il patrimonio sociale esistente nei trenta giorni precedenti la sottoscrizione/acquisto. Anche qualora il documento si riferisca ad una situazione più risalente, infatti, ben potrà il contribuente, in sede di eventuale contraddittorio con l'Amministrazione finanziaria, dimostrare che, alla data in cui i titoli sono entrati nella disponibilità giuridica del *manager*, la situazione patrimoniale della società emittente non aveva subito alcuna variazione rispetto alla data presa a riferimento nella perizia, non essendo occorsa nel frattempo alcuna modifica fattuale rilevante⁸.

⁸ Nella prassi non di rado accade che la squadra dei *manager* non sia completa nel momento in cui viene perfezionato il piano di coinvestimento e che, pertanto, altri *manager* si aggiungano a pochi mesi di distanza dall'originaria assegnazione degli strumenti finanziari al resto della squadra. In questi casi ci pare davvero superfluo imporre alla società emittente di incaricare il perito di effettuare una nuova valutazione, sostenendone i relativi costi, laddove sia agevole dimostrare che – stante il breve lasso temporale trascorso – non è intervenuta alcuna modifica significativa che abbia potuto alterare il valore della società. Lo stesso peraltro dovrebbe valere anche nell'ipotesi in cui – come avremo modo di illustrare oltre nel testo – si ritenga superfluo effettuare una perizia nell'ipotesi in cui le azioni con *carried interest* vengano assegnate contestualmente alla costituzione della società, laddove sia comunque possibile dimostrare che, stante il breve lasso temporale trascorso, non sono maturati plusvalori sull'investimento nella *target* rispetto all'originario prezzo di acquisto.

2. Le metodologie di valutazione del *carried interest*

Nel settore del *private equity* i *carried interest* vengono normalmente assegnati ai dipendenti/amministratori delle società oggetto di investimento al fine di allinearne gli interessi con quelli degli investitori. E ciò riconoscendo ai primi, in caso di buon esito dell'investimento, il diritto a ricevere proventi in misura più che proporzionale rispetto alla percentuale di capitale sociale sottoscritta.

Sino alla pubblicazione della Risposta, con specifico riferimento alle azioni con diritti patrimoniali rafforzati⁹, era diffusa nel mercato la prassi di attestare il valore delle azioni dotate dei *carried interest* mediante apposite perizie, attribuendo rilevanza all'extra rendimento potenziale connesso ai diritti patrimoniali rafforzati.

In particolare, le suddette perizie sono finalizzate a individuare il valore normale di mercato delle azioni quale “prezzo che si stima si formerebbe sul mercato in condizioni normali, nelle quali i prezzi non siano ingiustificatamente depressi o irrazionalmente elevati, rispetto ai fondamentali”¹⁰. A tale scopo, l'approccio normalmente utilizzato è basato sul calcolo del valore attuale dei flussi di cassa di cui le azioni potranno beneficiare in caso di *exit*. Si procede quindi preliminarmente alla stima del prezzo di vendita della società emittente che potrebbe ipoteticamente essere corrisposto in caso di disinvestimento.

Come noto, tuttavia, la struttura dei diritti patrimoniali rafforzati nell'ambito delle operazioni di *private equity* (c.d. “*waterfall*”) viene determinata in funzione di taluni parametri (quali l'*internal rate of return* e il *multiple of money invested* dell'investimento

⁹ Esula dalla presente analisi la determinazione del valore delle quote B dei fondi (caratterizzate per il diritto a percepire i *carried interest*) generalmente sottoscritte dai dipendenti della società di gestione del fondo. Occorre, tuttavia, precisare che le considerazioni qui proposte in merito alla valorizzazione dei titoli azionari dotati di diritti patrimoniali rafforzati debbano sostanzialmente ritenersi applicabili anche nel caso delle quote B dei fondi. Infatti, ai fini della determinazione del relativo valore normale, il disposto della lett. b), del comma 4, dell'art. 9, D.P.R. n. 917/1986, è applicabile, come detto, alle azioni, quote di società non azionarie e titoli o quote di partecipazione al capitale di enti diversi dalle società; e non già - a parere di chi scrive - alle quote di fondi. Rispetto a queste ultime si ritiene applicabile il disposto della successiva lett. c). Conseguentemente, il relativo valore normale non deve essere parametrato al patrimonio netto ma “*in base ad altri elementi determinabili in modo obiettivo*”. Nel caso di sottoscrizione/acquisto delle quote B in occasione della costituzione del fondo, dunque, si ritiene che il dato più affidabile al quale fare riferimento sia rappresentato dal prezzo di sottoscrizione delle quote (anche in questa fattispecie infatti il *carried interest* rappresenta un privilegio solo teorico che dipende dai futuri rendimenti del fondo e non può pertanto essere calcolato al momento dell'avvio dell'organismo di investimento). Più in generale, si ritiene corretto fare riferimento al *Net Asset Value* (“NAV”) calcolato al momento della sottoscrizione. Il NAV, infatti, rappresenta il valore al quale, di norma, le quote vengono scambiate sul mercato (ovvero rimborsate, nel caso di fondi aperti) e viene calcolato dividendo il valore del patrimonio del fondo alla data in cui viene effettuata la valutazione (senza tenere conto delle eventuali diminuzioni legate al sostenimento delle spese di istituzione del fondo) per il numero totale delle quote in circolazione alla predetta data. Ebbene, nella fase di avvio dell'organismo di investimento, il NAV coincide, appunto, con l'importo complessivo degli apporti.

¹⁰ Cfr. OIV, *Principi Italiani di Valutazione* – PIV, Egea, 2015, p. 36.

realizzato dal fondo) all'aumentare dei quali corrisponde una maggior partecipazione delle azioni con diritti patrimoniali rafforzati alla ripartizione del prezzo realizzato al momento dell'*exit*. Ed è proprio questo profilo che rende necessario il ricorso a metodi valutativi idonei a considerare la volatilità del valore della società nel tempo. Le caratteristiche economiche dei *carried interest*, in altre parole, impongono di considerare le probabilità di realizzazione dei diversi flussi di cassa spettanti ai relativi titolari in funzione del rendimento conseguito dal socio di maggioranza (generalmente il fondo che ha sponsorizzato l'investimento) a seguito dell'*exit*.

Per questo motivo, le perizie individuano “n” possibili valori, a ciascuno dei quali assegnano una probabilità di verifica. La somma dei prodotti tra i diversi valori individuati e le corrispondenti probabilità di verifica permette l'individuazione del valore atteso, oggetto appunto del predetto processo di attualizzazione. Il valore ottenuto viene poi allocato tra le diverse categorie di azioni sulla base delle quote di pertinenza individuate nella *waterfall*.

Da ultimo, tenuto conto che le azioni con diritti patrimoniali rafforzati presentano normalmente profili di illiquidità¹¹, si procede ad applicare al valore individuato uno sconto, giungendo così all'individuazione del relativo valore normale di mercato¹².

Ebbene, sulla base del processo valutativo appena riassunto, i *manager* venivano chiamati a sottoscrivere/acquistare le predette azioni versando il valore periziato, così da scongiurare l'emersione di redditi di lavoro dipendente; ovvero venivano tassati sulla differenza tra il valore periziato ed il prezzo corrisposto. E ciò anche nel caso di società neocostituite. Nonostante la norma fiscale, infatti, preveda, con riferimento a queste ultime, che il valore normale dei titoli corrisponda all'ammontare dei conferimenti effettuati, la prassi di mercato, adottando un approccio cautelativo, riteneva preferibile, in quanto maggiormente in linea con le tecniche di valutazione dei titoli prima illustrate, includere nel valore normale delle azioni anche l'aspettativa da parte del detentore delle azioni dotate di *carried interest* di percepire l'extra rendimento.

Tale prassi consolidata, tuttavia, va riconsiderata alla luce della recente Risposta n. 77/2020 con la quale l'Amministrazione finanziaria, interpretando il dato positivo

¹¹ Nella più parte dei casi, infatti, le azioni dotate di *carried interest* sono sottoposte a vincoli di trasferimento potendo circolare solo fra determinate categorie di soggetti (e.g., i *manager* della società o di altre società del gruppo) e possono essere trasferite solo previo consenso del socio di maggioranza. Inoltre, i *manager*, rappresentando una percentuale di assoluta minoranza non possono incidere sull'*exit* che sarà viceversa deciso dai fondi promotori dell'investimento.

¹² E ciò in linea, tra l'altro, con quanto previsto dal vigente Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato dalla Banca d'Italia in data 17 gennaio 2017. Individuando i criteri utilizzabili da parte dei fondi nella valutazione delle partecipazioni in società non quotate, infatti, l'Organismo di Vigilanza, nel riconoscere la possibilità di una rivalutazione delle partecipazioni, precisa che “per tenere conto delle caratteristiche di scarsa liquidità e di rischio degli investimenti in società non quotate, alle rivalutazioni risultanti dall'utilizzo dei metodi ... (di valutazione, *n.d.r.*) è, di norma, applicato un idoneo fattore di sconto almeno pari al 25 per cento”.

dell'art. 9, comma 4, D.P.R. n. 917/1986, di fatto ha disconosciuto la necessità di valorizzare la suddetta aspettativa.

3. La Risposta n. 77/2020

Nella Risposta in commento¹³ l'Agenzia delle Entrate ha analizzato un caso in cui, all'interno di un classico piano di incentivazione, venivano attribuite azioni dotate di diritti patrimoniali rafforzati ad amministratori e dipendenti della società istante. Nel testo della risposta si legge che dette azioni attribuivano ai sottoscrittori "diritti patrimoniali rafforzati consistenti nel diritto, nel caso di trasferimento a terzi dell'intero capitale sociale della Società Istante ..., a partecipare alla ripartizione del prezzo di vendita in misura più che proporzionale rispetto alla propria percentuale di partecipazione al capitale sociale ... secondo specifiche modalità di calcolo indicate nello statuto sociale".

Il quesito posto dall'istante attiene proprio alla corretta modalità di "determinazione dell'eventuale reddito in natura derivante dalla assegnazione (*i.e.* sottoscrizione) delle Azioni di Categoria ai Beneficiari del Piano". In particolare, è stato chiesto se "nella valorizzazione delle Azioni di Categoria debba o meno tenersi in considerazione, e dunque valutarsi economicamente, la mera aspettativa che in futuro possa maturare il diritto alla ripartizione del prezzo di vendita delle Azioni di Categoria in misura più che proporzionale rispetto alla percentuale di capitale posseduta"¹⁴.

L'Agenzia delle Entrate ha accolto la soluzione prospettata dall'istante, secondo cui la valutazione dei titoli assegnati ai dipendenti non doveva tenere conto del possibile extra rendimento, rilevando che l'imputazione del reddito di lavoro dipendente è disciplinata dal principio di cassa, secondo il quale i compensi rilevano ai fini delle imposte dirette al momento dell'effettiva percezione da parte dell'amministratore (*i.e.* quando entrano nella sua disponibilità giuridica)¹⁵. Sulla scorta di tale considerazione, l'Amministrazione giunge alla conclusione che il valore normale delle azioni al momento dell'assegnazione non può essere influenzato dal fatto che i titoli attribuiscono diritti patrimoniali rafforzati. E ciò in quanto "la realizzazione del *carried interest* attiene ad un momento successivo all'assegnazione del titolo partecipativo e, conseguentemente, al momento della

¹³ Per una prima analisi sul contenuto della Risposta, cfr. F. Brunelli, M. Sandoli, *L'aspettativa dei carried interest non incide sul reddito di lavoro*, *IlSole24Ore - Norme e Tributi*, 11 febbraio 2020.

¹⁴ Nel testo del documento si legge che il prezzo di sottoscrizione delle azioni con diritti patrimoniali rafforzati assegnate nell'ambito del piano di incentivazione era stato determinato, sulla base di un'apposita perizia di stima, in misura esattamente pari al valore del capitale economico della società, senza attribuire alcun valore incrementale alla mera aspettativa che in futuro potesse sorgere il diritto all'extra remunerazione "dal momento che tale diritto, alla data della delibera di aumento di capitale, non risultava maturato".

¹⁵ Sul punto la Risposta richiama la posizione espressa nell'ambito della Risoluzione n. 54/E del 9 settembre 2008 in cui è stato chiarito che, nel caso di azioni, il momento dell'effettiva percezione del reddito coincide con il momento della sottoscrizione del diritto partecipativo, a prescindere dalla data di emissione o di consegna dei titoli.

sottoscrizione, il plusvalore è solo potenziale” non potendo dunque “influenzare la valorizzazione dell’azione al momento della sua assegnazione”.

4. L’applicazione dei principi enunciati nella Risposta n. 77/2020

Dopo aver descritto la posizione interpretativa assunta dall’Agenzia delle Entrate, pare qui opportuno condividere talune considerazioni al fine di comprendere come questa posizione debba essere declinata nelle diverse fattispecie che si possono presentare nella pratica.

4.1 *Sottoscrizione del carried interest contestuale alla costituzione della società*

Nel caso in cui l’investimento dei *manager* venga effettuato contestualmente alla costituzione della società emittente, la soluzione accolta dall’Amministrazione finanziaria nella Risposta in commento ci sembra sostanzialmente condivisibile. Infatti, al di là e a prescindere dal richiamo – invero non del tutto chiaro – al “principio di cassa”, secondo cui i redditi in denaro o in natura dovrebbero essere assoggettati a tassazione solo al momento dell’effettiva “percezione” da parte del lavoratore, tale soluzione ci sembra in linea con il chiaro disposto della lett. b) del comma 4, art. 9, D.P.R. n. 917/1986 secondo cui, in caso di società neocostituite, il valore delle azioni deve essere determinato “*in proporzione ... all’ammontare complessivo dei conferimenti*”. Il tenore letterale della disposizione, infatti, impone di quantificare il valore normale delle azioni in misura corrispondente ai conferimenti effettuati, senza

lasciare spazio alla stima del possibile futuro extra rendimento ritraibile dall’investimento. Da ciò consegue che, in questi casi, non dovrebbe mai emergere un reddito in capo al dipendente/amministratore laddove questi sottoscriva i titoli ad un prezzo pari al loro valore di emissione¹⁶.

È dunque ragionevole ritenere che ogniquale volta – come generalmente avviene nelle operazioni di private equity – i *carried interest* vengano assegnati contestualmente al passaggio di proprietà della *target* e laddove la società emittente detenga – come di norma avviene – solo l’investimento nella *target*, la necessità di una perizia da parte di un esperto indipendente si possa considerare superata, in quanto il valore delle azioni è agevolmente determinabile in base al prezzo pagato per l’acquisto della *target*¹⁷.

¹⁶ Ovviamente, questo non vale laddove in sede di costituzione della società i titoli vengano assegnati al dipendente gratuitamente ovvero nell’ipotesi in cui il capitale iniziale della società venga liberato mediante conferimenti non proporzionali effettuati da parte del socio di maggioranza.

¹⁷ A nostro giudizio, nell’ipotesi in cui le azioni della *target* fossero quotate, il prezzo effettivamente pagato dovrebbe prevalere anche sulla quotazione delle azioni, trattandosi di un prezzo negoziato tra soggetti indipendenti.

4.2 Sottoscrizione del *carried interest* successivamente alla costituzione della società

Diversamente, qualora la sottoscrizione/acquisto delle azioni dotate di *carried interest* avvenga in un momento successivo a quello della costituzione, in linea con quanto richiesto dal citato art. 9 del D.P.R. n. 917/1986, la valorizzazione dei titoli assegnati ai dipendenti/amministratori dovrà essere effettuata “*in proporzione al valore del patrimonio netto della società*”.

Come già evidenziato in precedenza, il riferimento è al valore corrente della società e non al suo valore contabile. Il dubbio che si pone, però, è se, una volta stimato il valore complessivo della società, al fine di individuare il valore normale delle azioni sottoscritte dai *manager* si debba tenere conto delle peculiari caratteristiche di tali azioni che – come detto – attribuiscono, al ricorrere di certe condizioni, il diritto a partecipare in misura più che proporzionale agli utili conseguiti dalla società o se, viceversa, il valore complessivo debba essere ripartito tra tutte le azioni in misura rigidamente proporzionale alla percentuale di partecipazione al capitale sociale.

Diciamo subito che, nonostante il tenore letterale dell’art. 9 del D.P.R. n. 917/1986 possa ingenerare qualche incertezza, a nostro avviso la determinazione del valore normale non può prescindere dalle caratteristiche intrinseche dei titoli oggetto di valutazione.

A questo riguardo occorre, preliminarmente, rilevare che i criteri di valutazione individuati dai commi 3 e 4 dell’art. 9 del D.P.R. n. 917/1986 sono funzionali alla regola generale contenuta nell’ultima parte del primo periodo del comma 2 del medesimo articolo, la quale stabilisce che i corrispettivi, i proventi, le spese e gli oneri in natura sono valutati in base al valore normale dei beni e dei servizi da cui sono costituiti.

In linea con questa finalità, il comma 3 del citato art. 9, stabilendo la regola generale che si applica, fatta eccezione per le azioni, obbligazioni e altri titoli, per la definizione del valore normale, prevede che “*Per valore normale, salvo quanto stabilito nel comma 4 per i beni ivi considerati, si intende il prezzo o corrispettivo mediamente praticato per i beni e i servizi della stessa specie o similari, in condizioni di libera concorrenza e al medesimo stadio di commercializzazione, nel tempo e nel luogo in cui i beni o servizi sono stati acquisiti o prestati, e, in mancanza, nel tempo e nel luogo più prossimo*”. È dunque evidente che, l’art. 9 laddove impone di considerare, ai fini della individuazione di *comparable* significativi, non solo le caratteristiche dei beni, ma anche il luogo e lo stadio di commercializzazione, in linea di principio, intende pervenire ad una valutazione che sia espressiva del reale valore di mercato del bene. Ciò detto, come di frequente avviene in ambito fiscale, la volontà di pervenire a valori quanto più possibile precisi e significativi deve essere bilanciata con l’esigenza di garantire la certezza e l’oggettività del sistema impositivo che, in molti casi, porta a privilegiare l’adozione di criteri forfetari di più semplice applicazione ed in grado di garantire una minore soggettività. In quest’ottica vanno, pertanto, inquadrare sia le disposizioni contenute nel secondo periodo del comma 3 dell’art. 9 che richiedono di fare riferimento “*in quanto possibile, ai listini o alle tariffe del soggetto che ha fornito i beni o i servizi e, in mancanza, alle mercuriali*

e ai listini delle camere di commercio e alle tariffe professionali, tenendo conto degli sconti d'uso" sia quelle dettate dal successivo comma 4 per la valutazione dei titoli.

Così inquadrata la questione, riteniamo che la lett. b) del comma 4 dell'art. 9 del D.P.R. n. 917/1986, laddove richiede che il valore normale delle azioni non quotate venga determinato "in proporzione" al valore del patrimonio netto, non imponga di ripartire il suddetto valore esclusivamente in funzione della percentuale di partecipazione al capitale, ma che si possa (*rectius*: debba) a questi fini tenere conto delle caratteristiche delle diverse tipologie di azioni al fine di pervenire ad un valore rappresentativo del loro valore di mercato.

In particolare, tornando al caso che ci occupa, laddove l'ingresso del *manager* avvenga successivamente alla costituzione della società emittente, sono ipotizzabili due scenari:

- valutando la società a valori correnti e fingendo di liquidare l'investimento nel momento in cui viene effettuata la valutazione, le somme ricavate dalla teorica *exit* sarebbero tali da garantire il conseguimento dell'*hurdle rate* e l'attribuzione ai *manager* dell'extra rendimento (c.d. *carried interest in the money*). E ciò non già attribuendo rilevanza all'aspettativa futura di percepire l'extra rendimento ma, in linea con quanto chiarito dalla Risposta, valutando il patrimonio netto effettivo della società al momento della sottoscrizione/acquisto;
- valutando la società a valori correnti e fingendo di liquidare l'investimento nel momento in cui viene effettuata la valutazione, le somme ricavate dalla teorica *exit* non sarebbero tali da garantire il conseguimento dell'*hurdle rate* con la conseguenza che ai *manager* non spetterebbe alcun extra rendimento (c.d. *carried interest out of the money*).

Ebbene, nel primo caso, ove si condivida la tesi prima argomentata secondo cui ai fini della determinazione del valore normale rilevano anche le caratteristiche intrinseche delle azioni, la "ripartizione" del valore del patrimonio netto fra le diverse categorie di azioni dovrebbe avvenire tenendo conto dei diritti statutariamente previsti (i.e., secondo la *waterfall* fissata nello statuto). In altre parole, il valore economico della società deve essere attribuito, anche ai fini fiscali, alle diverse categorie di azioni "in proporzione" alla quota di patrimonio netto che, in quel momento, lo statuto della società attribuisce a ciascuna categoria, con la conseguenza che – essendo stato raggiunto l'*hurdle rate* – tale valore comprenderà anche l'extra rendimento¹⁸. Inoltre, considerato che – come prima illustrato – l'art. 9, D.P.R. n. 917/1986, pur introducendo talune semplificazioni, è finalizzato ad individuare il valore di mercato dei beni tenendo conto delle relative

¹⁸ Viceversa, qualora si applicasse un criterio strettamente proporzionale, non solo si finirebbe per sottovalutare le azioni dotate di *carried interest*, ma si sopravvaluterebbero le azioni ordinarie (*rectius*: prive di diritti patrimoniali rafforzati), con la conseguenza che, in caso di assegnazione ai *manager* e ai dipendenti di quest'ultima categoria di azioni, gli stessi verrebbero assoggettati a tassazione su un plusvalore invero inesistente.

caratteristiche intrinseche, pare ragionevole attribuire rilevanza fiscale anche all'eventuale sconto di liquidità, giustificato dalle maggiori restrizioni alla circolazione di tale categoria di titoli rispetto alle azioni ordinarie.

È ovvio che l'effettiva percezione dell'extra rendimento rappresenta un evento futuro (ed incerto) destinato a concretizzarsi solo al momento dell'*exit* dall'investimento. A ben vedere, tuttavia, qualora nel suddetto caso si dovesse privare di rilevanza ai fini valutativi la maturazione dei diritti patrimoniali rafforzati, si cadrebbe nel paradosso di non sottoporre a tassazione un reddito già maturato (ed attuale) solo perché non ancora monetizzato. Tale conclusione non è a nostro avviso condivisibile giacché, a differenza di quanto accade nell'ipotesi in cui le azioni dotate di *carried interest* siano sottoscritte in sede di costituzione della società¹⁹, in questo caso l'extra rendimento non è più solo potenziale, ma è attuale e potrebbe essere immediatamente incassato se in quel momento si verificasse un *change of control*²⁰.

Né può attribuirsi rilievo, al fine di escluderne l'immediata tassazione, alla circostanza che l'extra rendimento potrebbe venire meno ed essere riassorbito per effetto di vicende successive all'ingresso del *manager* (ma precedenti all'*exit*) che comportano una diminuzione del valore della società emittente. Ed infatti è evidente che in tutti i casi in cui il dipendente consegue un reddito in natura rappresentato da un titolo, il relativo valore stimato ed assoggettato a tassazione al momento dell'assegnazione del titolo potrebbe successivamente modificarsi, senza che ciò rimetta in dubbio il valore assoggettato a tassazione.

Inoltre, il principio di cassa che giustifica – ad avviso dell'Agenzia delle Entrate – l'esclusione dalla valutazione dei plusvalori solo potenziali, non può essere esteso fino a sostenere che l'extra rendimento insito nelle caratteristiche oggettive delle azioni oggetto di valutazione debba essere ignorato fintanto che non sia materialmente monetizzato.

A sostegno di tale impostazione si rileva che la stessa Amministrazione finanziaria, in una precedente occasione (cfr., Risoluzione n. 3/E dell'8 gennaio 2002), ebbe a sostenere che l'eventuale assegnazione di azioni ai dipendenti caratterizzate da un vincolo di incedibilità per un determinato periodo di tempo non fa venire meno la rilevanza ai fini del reddito di lavoro dipendente del valore normale delle azioni medesime nel momento in cui i titoli vengono assegnati al lavoratore (il quale tuttavia non potrà disporne nei confronti di terzi fino al termine del periodo di *lock up*). In quell'occasione, infatti, l'Amministrazione finanziaria ha correttamente osservato che, nonostante la

¹⁹ Lo stesso vale nell'ipotesi in cui l'ingresso del *manager* avvenga successivamente alla costituzione della società ma quando che il *carried interest* è ancora “*out of the money*”. In questo caso, infatti, non essendo stato conseguito l'*hurdle rate*, la *waterfall* prevista nello statuto non scatta ed il valore della società dovrà pertanto essere “ripartito” in proporzione alla percentuale di partecipazione al capitale, senza tenere conto dei diritti patrimoniali rafforzati che in quel momento sono solo potenziali.

²⁰ In senso contrario, cfr. M. Antonini, E. Pavesi, Valutazione caso per caso per la qualificazione reddituale del *carried interest*, il fisco, n. 16/2020.

indisponibilità delle azioni in capo al dipendente assegnatario, quest'ultimo è "titolare delle azioni già al momento della loro assegnazione, ne percepisce gli eventuali dividendi ed è in tale momento che esprime la correlata capacità contributiva. Pertanto, il momento impositivo rilevante per la determinazione dell'importo che concorre a formare reddito di lavoro dipendente è quello in cui le azioni al portatore vengono assegnate".

Analogamente, nel caso in cui il *manager* sottoscriva le azioni quando il *carried interest* è *in the money*, appare chiaro che al momento della sottoscrizione il *manager* riceve un titolo avente un valore intrinseco maggiore rispetto a quello delle azioni ordinarie proprio perché, se in quel momento fosse liquidato l'investimento, il titolare delle azioni con diritti patrimoniali rafforzati avrebbe diritto a ricevere, essendosi verificati tutti gli altri presupposti ed in particolare il conseguimento dell'*hurdle rate*, un importo più che proporzionale rispetto ai conferimenti effettuati. L'extra rendimento, quindi, non è più solo un valore potenziale, ma è un valore attuale (per quanto non ancora monetizzato). Di conseguenza, tale maggior valore deve essere considerato anche ai fini della determinazione del valore normale dei titoli.