

Carried interest: quale certezza al di fuori del private equity?

La Circolare dell'Agenzia delle Entrate n. 25/E del 2017 ha preso posizione su molti dei dubbi interpretativi sollevati dall'articolo 60 del DL n. 50/2017 in materia di *carried interest*. Il quadro di riferimento è ora chiaro e si tratta sicuramente di un fatto lodevole che si inserisce in un percorso virtuoso con il quale l'Agenzia delle Entrate mira a contribuire alla tanto agognata "tax certainty".

Residuano alcune questioni, soprattutto in relazione a fattispecie diverse da quelle dei fondi di *private equity* e delle relative società target e cioè alle situazioni per le quali la norma è stata ideata.

Si pensi al caso di una società *holding* a capo di un gruppo industriale o di una società quotata che intende attribuire ai propri *manager* azioni e quote con diritti patrimoniali rafforzati, che replichino i profili economici e finanziari del *carried interest*.

Dal punto di vista formale, è pacifico che soggettivamente la norma non contiene alcuna limitazione: il riferimento alle società contenute nel primo comma dell'art. 60 è idoneo a ricomprendere tanto le società di investimento quanto le società target dei fondi di *private equity* quanto ogni altra tipologia di società, incluse le società familiari.

Sul piano sostanziale, il soddisfacimento della condizione del limite minimo complessivo dell'1% per l'investimento dei *manager* non pone particolare problemi, ancorché la Circolare abbia sorprendentemente affermato che il parametro è il patrimonio netto effettivo e non quello contabile (non si tratta solo di determinare importi potenzialmente più elevati ma soprattutto di importi passibili di diverse valutazioni con conseguenti profili di incertezza). Ugualmente non problematica appare la condizione del periodo minimo di possesso quinquennale, difficilmente riducibile in virtù di eventi di "change of control" non così fisiologici per le società quotate o per le *holding* a capo di gruppi familiari.

Ciò che solleva difficoltà non banali è invece la condizione della previsione statutaria secondo cui la monetizzazione dei diritti patrimoniali rafforzati deve essere subordinata all'integrale ripagamento dell'investimento degli altri soci (il valore di mercato alla data di sottoscrizione delle Quote B?) maggiorato di un rendimento minimo predefinito. Tale previsione può essere inserita nello statuto della società quotata o delle holding familiare ma in molti casi rende indeterminato l'orizzonte temporale di monetizzazione del *carried interest*.

Ad esempio se una *holding* vale 1 MLD (ad esempio per effetto di un multiplo dell'EBITDA pari a 10) in quanto tempo i soci ordinari potrebbero ottenere distribuzioni per 1 MLD oltre all'*hurdle rate*?

In alcune situazioni, l'ostacolo è superabile: decorsi cinque anni, i *manager* cedono le Quote B al loro ipotetico valore di mercato alla società emittente (se in forma di società per azioni) o alla "top holding company" tipica dei gruppi familiari. Le Quote B, continuano a esistere e la previsione statutaria mantenuta. Ma cosa succede laddove questo non sia possibile? L'effetto

pratico è di escludere *tout court* certi soggetti dal beneficio dell'art. 60, con i connessi temi di equità fiscale e di creazione un mercato non concorrenziale tra *manager* di società aventi profili societari diversi.

Basterebbe poter affermare, soprattutto ma non solo nel caso delle società quotate, che decorsi cinque anni i *manager* possono monetizzare i rispettivi investimenti come se a quella data avvenisse un'ipotesi di "*change of control*" ai valori normali. Oppure, si potrebbe seguire la strada dell'interpello interpretativo, trattandosi di una situazione che rischia di non essere compresa *ab initio* nelle previsioni dell'art. 60 non per volontà delle parti ma per sostanziale impossibilità tecnica.