

---

## CARRIED INTEREST E PRIVATE CAPITAL: PIANI A RISCHIO DI RIQUALIFICAZIONE

La recente prassi dell’Agenzia delle Entrate mette sotto pressione strutture già operative e impone accorgimenti urgenti per i nuovi piani

### Premessa

L’art. 60 del D.L. n. 50/2017 ha introdotto una presunzione legale assoluta in base alla quale gli extra-rendimenti derivanti da strumenti finanziari con diritti patrimoniali rafforzati percepiti da dipendenti e amministratori si qualificano come redditi di natura finanziaria tassati con l’aliquota del 26% (anziché redditi di lavoro soggetti all’IRPEF progressiva fino al 43% oltre addizionali) al ricorrere di tre condizioni:

- investimento minimo effettivo dell’1%;
- postergazione dell’extra-rendimento rispetto all’*hurdle rate* degli investitori;
- detenzione degli strumenti per almeno cinque anni.

La verifica di questi requisiti richiede un’analisi globale e tempestiva sia del piano di incentivazione sia della posizione dei singoli membri del *management team*. Sin dalla circolare n. 25/2017, l’Agenzia delle Entrate ha chiarito che il mancato rispetto di uno o più requisiti non comporta l’automatica riqualificazione come reddito di lavoro, ma impone un’analisi caso per caso.

Negli ultimi mesi, tuttavia, alcune risposte a interpello hanno segnato una discontinuità rispetto alla prassi precedente, introducendo elementi di incertezza che impattano direttamente sui piani già operativi nei settori del *private equity*, *private debt* e *venture capital*. Di seguito si illustrano alcune delle aree di rischio emerse, delle criticità interpretative e delle misure correttive disponibili.

### A colpo d’occhio: le tre aree di rischio

**Investimento effettivo dei *manager*.** L’Agenzia riconosce la qualificazione finanziaria anche sotto la soglia dell’1%, ma valuta caso per caso la congruità dell’esborso effettivo e le condizioni delle clausole di *leaver*.

**Finanziamenti ai *manager*.** La risposta a interpello n. 252/2025 ha introdotto un orientamento restrittivo sui finanziamenti erogati dall’emittente, in rottura con la prassi precedente. Le strutture che prevedono forme di finanziamento devono essere verificate.

***Holding period*.** L’Agenzia richiede oggi un vincolo contrattuale esplicito di detenzione quinquennale, trasformando un requisito di fatto in una condizione formale. I piani privi di un *lock-up* espresso sono esposti a rischio.

### L’investimento effettivo dei *manager*

In diverse risposte a interpello sull’analisi casistica svolta per l’assenza del requisito dell’investimento minimo dell’1%, la natura di reddito finanziario è stata riconosciuta ai proventi derivanti da strumenti finanziari sottoscritti dal *management team* in misura ben inferiore alla soglia di legge. Nei casi esaminati, l’Agenzia valuta positivamente:

- la congruità della remunerazione del *manager* rispetto al mercato;

- il fatto che l'investimento complessivo del *management team* sia rilevante in termini assoluti, avendo riguardo agli importi versati da tutti i partecipanti al piano (con un *range* variabile dallo 0,2% allo 0,7% del patrimonio netto o del *commitment* dell'OICR), e in termini relativi, valorizzando gli investimenti dei singoli *manager* eccedenti la rispettiva RAL annuale;
- la previsione di clausole di *leaver* che non garantiscano al *manager* uscente la restituzione dell'intero importo investito.

Rileva anche la modalità di detenzione degli strumenti: l'Agenzia ha ammesso, in più occasioni, la valorizzazione dell'investimento indiretto effettuato tramite *holding* personali o tramite la SGR, in proporzione alla quota di capitale riferibile al *management*, fermo restando il rispetto del requisito dell'esborso effettivo.

---

### Finanziamenti ai *manager*: una discontinuità da monitorare

La circolare n. 25/2017 aveva stabilito un principio chiaro: il finanziamento erogato dal datore di lavoro o da terzi al *manager* per la sottoscrizione degli strumenti è compatibile con il requisito dell'esborso effettivo, purché non siano previste clausole di rinuncia al rimborso. Il finanziamento a tasso agevolato può generare un *fringe benefit* tassabile come reddito di lavoro, ma non inficia il requisito dell'investimento minimo.

Questo orientamento era stato confermato in successive risposte a interpello che avevano valutato positivamente: schemi di *vendor loan*, finanziamenti erogati dalla società emittente a condizioni di favore, finanziamenti erogati dalla SGR o dai soci promotori di un OICR.

La risposta a interpello n. 252/2025 si pone in netta discontinuità con questo quadro. In un caso in cui i *manager* sottoscrivano strumenti partecipativi avvalendosi di un finanziamento dell'emittente con obbligo incondizionato di rimborso integrale all'evento di liquidità o al più tardi al nono anno, l'Agenzia ha escluso un'effettiva partecipazione al rischio di investimento, qualificando il *carried interest* come reddito di lavoro. Gli elementi valutati negativamente sono stati:

- la compensazione volontaria operante tra *manager* e società emittente sia in sede di sottoscrizione che in occasione di qualsiasi evento di liquidità;
- il termine novennale per il rimborso del finanziamento, giudicato di particolare favore rispetto alla durata dell'incentivo.

Tale orientamento presta il fianco a critiche su più fronti: contrasta con i principi civilistici sulla compensazione volontaria, non tiene conto delle esigenze concrete dei piani offerti contestualmente a *top* e *mid management*, ed è in palese contraddizione con la prassi pubblicata dalla stessa Agenzia. Per queste ragioni, la risposta a interpello in parola va al più circoscritta alla specifica fattispecie esaminata e non può essere elevata a principio generale tale da superare le indicazioni di prassi passate e travolgere strutture preesistenti o nuove che, pur prevedendo forme di finanziamento, si discostano da essa nelle modalità di erogazione e rimborso.

---

### *Holding period*: dal fatto al contratto

L'art. 60 del D.L. n. 50/2017 richiede letteralmente la detenzione degli strumenti per un periodo non inferiore a cinque anni come fatto giuridico verificabile *ex post*, senza altresì richiedere alcun obbligo contrattuale di *lock-up*. Fanno eccezione i casi di cambio di controllo della società o del gestore dell'OICR. La circolare n. 25/2017 aveva confermato questa lettura chiarendo che la maturazione dell'*holding period* può completarsi anche dopo l'erogazione del provento e che la cessione anticipata comporta la revisione della qualificazione reddituale e il versamento della maggiore imposta.

A partire dalla risposta a interpello n. 565/2020, e con orientamento confermato in una serie di risposte a interpello del 2025 e del 2026, l'Agenzia ha richiesto invece la previsione di un vincolo contrattuale esplicito di detenzione minima quinquennale (c.d. *lock-up*). Il requisito è stato così trasformato da elemento di fatto a condizione formale da soddisfare a *priori*.

La più sopra richiamata risposta a interpello n. 252/2025 ha rimarcato tale logica, giungendo a stigmatizzare la previsione contrattuale della possibilità del *manager* di trasferire *inter vivos* a terzi gli strumenti finanziari che danno diritto al *carried interest* previo consenso unanime dei soci della società emittente. Questo approccio formalistico non trova riscontro nel testo normativo ed è diffusamente criticato in dottrina.

Invece, elementi positivi emergono da altre risposte a interpello relative a OICR in cui l'Agenzia ha riconosciuto che (i) il periodo di investimento di un *manager* può non rispettare pienamente il termine quinquennale di legge qualora coincida con l'intera operatività dell'OICR fino alla sua liquidazione e (ii) l'assenza di un *lock-up period* può essere sopperita dal fatto che la durata del periodo di investimento dell'OICR eccede i cinque anni.

Sul piano operativo, l'orientamento richiede interventi da coordinare a più livelli: nella documentazione del piano di incentivazione, nella struttura di investimento (incluso il caso in cui il *carried interest* sia erogato attraverso una società intermedia) e nei meccanismi di ritenzione e cessione degli strumenti da parte dei *manager* uscenti, tipicamente gestiti tramite *call/put option*.

---

## Conclusioni e indicazioni operative

La recente prassi dell'Agenzia delle Entrate segnala un approccio sempre più orientato a valorizzare elementi formali e circostanze fattuali per escludere la qualificazione finanziaria del *carried interest*, anche in presenza di piani strutturati in buona fede nel rispetto della normativa vigente.

### Per le strutture già operative

I piani prossimi alla distribuzione degli extra-rendimenti sono i più esposti, perché eventuali carenze strutturali sono difficili da correggere *in extremis*. È opportuno al riguardo svolgere una verifica su:

- presenza di un vincolo contrattuale esplicito di *holding period* quinquennale e la sua compatibilità con i meccanismi di *leaver* e con le opzioni di acquisto concesse ai promotori;
- congruità dell'investimento effettivo di ciascun *manager*, in termini sia assoluti sia relativi rispetto alla propria RAL;
- struttura dei finanziamenti eventualmente in essere.

### Per i nuovi piani in fase di strutturazione

La prassi più recente consente di individuare con maggiore precisione gli accorgimenti necessari per costruire strutture resistenti alla contestazione:

- inserire nel piano e nella documentazione correlata un vincolo contrattuale di *lock-up* quinquennale, coordinandolo con i meccanismi di *call/put option* sui *manager* uscenti;
- documentare con cura la congruità della remunerazione di ciascun *manager* rispetto al mercato e l'effettività del rischio di perdita del capitale investito;
- strutturare i finanziamenti (quando necessari) in modo da assicurare un genuino allineamento di interessi tra *manager* e investitori.

## Contatti

### **Giorgio Vaselli**

partner – tax

[giorgio.vaselli@galaw.it](mailto:giorgio.vaselli@galaw.it)

+39 02 9769 7800

### **Eugenio Romita**

partner – tax

[eugenio.romita@galaw.it](mailto:eugenio.romita@galaw.it)

+39 02 9769 7800

La presente *newsletter* ha esclusivamente scopo informativo e non costituisce una consulenza fiscale. Si raccomanda ai destinatari di rivolgersi a un professionista prima di agire sulla base delle informazioni qui riportate.