

Breve ricognizione sulle tecniche di stima e sulle implicazioni fiscali dei diritti rafforzati

# Carried interest, esame a 360°

## Tre approcci di valutazioni. La chiave è nel valore normale

Pagina a cura

DI RAFFAELE MARCELLO

**T**re approcci di valutazione per sciogliere il nodo del valore normale; un processo basato su una perizia di stima accurata; focus sulla fase di assegnazione. Sono gli elementi essenziali per procedere alla valutazione del carried interest, che implica l'esame congiunto di aspetti economici, legali e fiscali. La sfida non è solo tecnica, ma interpretativa: si tratta di cogliere il momento in cui un diritto ancora condizionato diventa rilevante anche in termini patrimoniali. Parliamo, infatti del carried interest, strumento chiave nei meccanismi di incentivazione del private equity e del venture capital, che consiste nel diritto per manager e promotori del fondo di ricevere una quota di utili superiore rispetto alla partecipazione effettiva nel capitale. Questo diritto rafforzato si attiva, di norma, al raggiungimento di obiettivi economici prefissati (come l'hurdle rate o il ritorno multiplo dell'investimento), in occasione dell'exit.

La sua funzione economica è incentivare il management ad accrescere il valore dell'investimento. Ma la valutazione di strumenti che incorporano il carried interest, in particolare azioni con diritti patrimoniali rafforzati, rappresenta un'operazione complessa, sia per l'alta variabilità delle condizioni future sia per le implicazioni fiscali che ne derivano. Non si tratta solo di una questione valutativa: dal valore attribuito al carried interest dipendono scelte tributarie, assetti di governance e sostenibilità dei piani di incentivazione. Se la fiscalità tende ad ancorarsi alla certezza, il mercato e la pratica professionale richiedono strumenti capaci di intercettare anche il valore delle aspettative. Trovare il punto di equilibrio tra questi due poli è oggi uno degli esercizi più delicati per chi opera nel mondo delle valutazioni d'azienda e della consulenza societaria.

**Il nodo del "valore normale".** Dal punto di vista tributario, la determinazione del valore normale di tali strumenti rivela ai fini dell'imposizione del reddito da lavoro dipendente o assimilato. L'art. 9 del Tuir, richiamato dall'art. 51 per la determinazione del reddito in natura, stabilisce che il valore delle azioni non quotate debba essere determinato in proporzione al patrimonio netto della società (espresso a valori economici effettivi, inclusi dell'eventuale avviamento) e per le società di nuova costituzione, in proporzione all'ammontare complessivo dei conferimenti. Tut-

Approcci valutativi del carried interest			
Metodo	Descrizione tecnica	Rilevanza fiscale	Quando si applica
Proporzionale statico	Valore calcolato sul patrimonio netto senza considerare l'extrarendimento	Nessuna imposizione se congruo	In fase di costituzione o early stage
Multi-scenario attuariale	Simulazione di scenari di exit e attualizzazione dei flussi potenziali	Potenziale reddito da tassare	In fase avanzata/exit pianificato
Condizionato all'in-the-money	Si valorizza solo se il diritto è già maturato economicamente	Tassazione sul plusvalore attuale	Quando hurdle rate è già superato

Carried interest: cos'è e chi riguarda	
Definizione	Il <i>carried interest</i> è uno strumento elaborato nell'ambito del private equity e del venture capital. Consiste in un diritto patrimoniale "rafforzato" che consente a determinati soggetti di partecipare agli utili in misura più che proporzionale rispetto al capitale investito
Funzione e soggetti coinvolti	Serve a incentivare manager e dipendenti, i quali, pur con un investimento contenuto, beneficiano di un "super rendimento" (c.d. <i>super return</i> ) se sono raggiunti determinati obiettivi di performance
Doppia natura reddituale	Il manager, in ambito societario, può ricoprire due ruoli distinti: da un lato, soggetto apicale o dipendente che percepisce redditi da lavoro dipendente (o autonomo, se compatibile con l'attività svolta); dall'altro, socio o titolare di partecipazioni in società di cui è amministratore o con cui esistono legami di controllo o collegamento, percependo in tal caso redditi di capitale o redditi diversi di natura finanziaria

tavia, quando si tratta di azioni dotate di carried interest, l'interrogativo principale è se tale valore debba includere anche l'aspettativa, condizionata, di extra-rendimento. La questione si pone con particolare intensità nei casi di assegnazione delle azioni in fase di costituzione della società o nell'ambito di piani di incentivazione interna.

**I metodi di valutazione.** Tre sono gli approcci prevalenti nella prassi valutativa:

1. **Approccio proporzionale statico.** Il valore normale è calcolato in base al patrimonio netto della società, senza attribuire alcun valore all'extrarendimento potenziale. È il metodo più prudente. La valutazione si fonda sulle metodologie consolidate della finanza aziendale, la cui applicazione varia in funzione delle caratteristiche dell'impresa. In particolare: per le aziende orientate alla produzione di flussi di cassa (es. imprese di servizi o retail), si adottano principalmente metodi reddituali o finanziari; per le società

patrimoniali, come holding o immobiliari, è preferibile l'utilizzo del metodo patrimoniale; in presenza di asset sia produttivi che patrimoniali, può risultare appropriata una metodologia mista; infine, ulteriori elementi di confronto possono essere forniti dai multipli di mercato, come EV/Ebitda o P/E, riferiti a società comparabili. Trova applicazione soprattutto nei casi in cui il diritto rafforzato non è ancora in-the-money, ovvero quando non si sono ancora verificate le condizioni che attiverebbero la partecipazione maggiorata agli utili.

2. **Approccio attuariale multi-scenario.** Il metodo si basa sull'identificazione di scenari di exit possibili, stimando per ciascuno il valore che potrebbe essere attribuito alle azioni con carried interest. Dal punto di vista valutativo, si sviluppa in tre passaggi fondamentali: la determinazione del potenziale valore di cessione della società emittente in occasione del futuro disinvestimento (fase di

exit); la ripartizione di tale valore tra le varie classi di strumenti, con specifico riferimento alla quota spettante alle azioni dotate di diritti patrimoniali rafforzati; l'attualizzazione, alla data di assegnazione, della quota di utile atteso spettante a tali strumenti al momento dell'exit. Tale approccio è particolarmente adatto a contesti in cui l'exit è prevedibile a medio termine e il valore della società presenta elevata volatilità. Gli input valutativi sono il valore iniziale della società (determinato applicando gli approcci tradizionali della finanza d'azienda), la volatilità di tale valore (che può essere stimata sulla base di derivazioni standard di società non quotate) e il tasso risk-free (ricorrendo ai tipici riferimenti della best practice valutativa per la stima dei tassi privi di rischio).

3. **Approccio condizionato all'in-the-money.** Il carried interest è valorizzato solo se, alla data della valutazione, il diritto risulta già maturato economi-

camente. In chiave valutativa, l'applicazione di tale metodo richiede, innanzitutto, la determinazione del valore economico della società emittente secondo le tecniche già illustrate nel primo approccio. Successivamente, assumendo che tale valore si realizzi alla data della perizia, ovvero al momento dell'assegnazione degli strumenti, si procede a distribuirlo tra le varie categorie di azioni o quote, seguendo la logica della waterfall contrattuale, al fine di individuare la parte spettante agli strumenti dotati di diritti patrimoniali rafforzati. È un criterio intermedio che esclude ogni stima potenziale, ma riconosce la componente patrimoniale del diritto rafforzato nel caso in cui le condizioni di attivazione siano già verificate o realisticamente verificabili nel breve termine.

**Il ruolo della perizia.** Il valore del patrimonio netto (a valori correnti) della società deve risultare da una relazione giurata di stima, cui si applica l'art. 64 c.p.c. Il valore periziato deve essere riferito all'intero patrimonio sociale esistente a una data compresa nei trenta giorni che precedono quella in cui l'assegnazione è stata deliberata. La perizia di stima costituisce un momento rilevante del processo valutativo, in quanto consente di definire il valore normale e di formalizzare i criteri metodologici seguiti. In genere, la perizia si fonda su tecniche di valutazione d'azienda consolidate, che comprendono metodi reddituali, patrimoniali, misti o basati sui multipli. La stima deve tener conto: della waterfall contrattuale; dei limiti di trasferibilità degli strumenti; della distanza temporale dall'exit; della natura condizionata del diritto. A questi fattori si aggiunge la necessità di applicare sconti per illiquidità e vincoli statutari, spesso presenti in questa tipologia di strumenti.

**Casi operativi: esempi ricorrenti.** Nella pratica, le situazioni si distinguono in due grandi categorie:

**Assegnazione in fase di costituzione:** in questo caso, il valore normale coincide con i conferimenti. Il carried interest, ancora del tutto eventuale, non rileva. La valutazione è lineare e difficilmente contestabile.

**Assegnazione in fase avanzata:** qui il manager entra con strumenti già potenzialmente in-the-money. È il caso, per esempio, di una società partecipata da un fondo in cui l'exit è prevista entro 12-18 mesi. In tali circostanze, i diritti rafforzati possono avere un valore significativo. Escluderli dalla stima può generare elusione o errata rappresentazione contabile.