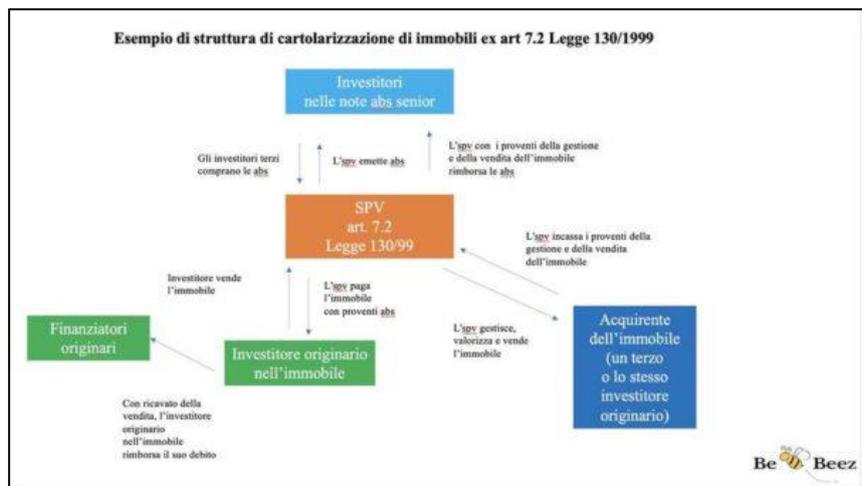


Cartolarizzazioni immobiliari, basterebbe un piccolo sforzo in materia fiscale per farle decollare come strumento di finanziamento

by  bebeez — 24 Marzo 2022 in Npl e altri crediti deteriorati, Real Estate

AA

La cartolarizzazione immobiliare come strumento innovativo di real estate financing riscontra senza dubbio enorme interesse negli operatori di mercato, ma nella realtà dei fatti non è ancora del tutto decollato. Basterebbe in verità un ultimo **piccolo sforzo normativo in ambito fiscale** per innescare un volano di investimenti importante a beneficio del tessuto imprenditoriale italiano in cui investitori domestici e internazionali, di tutte le dimensioni, potrebbero rivestire il ruolo di protagonisti. Condividono queste



considerazioni Norman Pepe, Fabrizio Occhipinti ed Elena Cannazza, partner dello [studio legale iLS](#), che ha dalla sua proprio il supporto legale al lancio della piattaforma di cartolarizzazione di beni immobili da parte di Bayview Italia a fine 2020, la prima operazione di questo tipo nota al mercato (si veda [altro articolo di BeBeez](#)).

Ricordiamo che sino alle modifiche apportate alla legge 130/1999 sulla cartolarizzazione da parte della **Legge di Bilancio 2019**, la legge non ammetteva che il veicolo di cartolarizzazione (spv) potesse acquisire direttamente beni immobili, pur prevedendo tale possibilità per le cc.dd. società veicolo d'appoggio, vale a dire società costituite nella forma di società di capitali (note come LeaseCo o ReoCo) e aventi come oggetto sociale esclusivo il compito di acquisire, gestire e valorizzare, nell'interesse esclusivo dell'operazione di cartolarizzazione, i beni immobili sottostanti ai crediti cartolarizzati dalla relativa spv e nonché contratti di leasing ad essi collegati. Ciò significa che l'spv 130 può, da un lato, emettere titoli abs per acquistare crediti garantiti da ipoteca e, dall'altro lato, costituire nel contempo una

ReoCo attraverso cui acquistare la titolarità degli immobili ipotecati. La Reoco può poi gestire, valorizzare e dismettere gli immobili acquistati trasferendo i proventi della vendita alla spv che poi li impiegherà a rimborso dei titoli abs degli investitori. Con la Legge di Bilancio 2019, è stata invece introdotta una ulteriore innovazione che permette alla spv di effettuare l'intera operazione descritta sopra, senza necessità né di rendersi preventivamente cessionaria di un credito né di dover costituire un altro veicolo per detenere l'asset immobiliare, il tutto con grande risparmio di tempi e di costi. Peraltro non stiamo parlando necessariamente solo di immobili, ma anche di beni mobili registrati e diritti reali o personali aventi a oggetto i medesimi beni, quindi per esempio anche aerei, autoveicoli o navi (si veda [altro articolo di BeBeez](#)). Nella pratica, con cartolarizzazione immobiliare si salta un passaggio perché l'spv può acquistare contemporaneamente l'immobile e i proventi dei flussi finanziari che derivano dalla sua messa a reddito e poi dismissione, finanziando l'acquisto con emissione di titoli abs. L'spv potrà poi gestire, valorizzare e dismettere appunto l'immobile (a un terzo oppure al proprietario originario) e restituire infine il denaro agli investitori delle abs. "In questo senso" precisa l'avv. Cannazza di iLS, "la cartolarizzazione immobiliare si presta ad essere utilizzata sia come schema di investimento alternativo ai fondi immobiliari, soprattutto nei casi in cui i relativi investitori desiderano avere pervasivi diritti di governance, oppure come strumento di finanza immobiliare e ciò sia rispetto a operazioni di acquisto sia a forme più tradizionali di utilizzo di collateral immobiliari già di proprietà in vista dell'ottenimento di nuovo credito".

Successivamente il **Decreto Crescita (Decreto Legge 30 aprile 2019, n. 34)** ha apportato ulteriori modifiche alla legge 130/1999 sulle cartolarizzazioni, precisando che gli immobili, i beni mobili registrati e i diritti reali o personali aventi come oggetto i medesimi beni rappresentano il patrimonio "separato" posto a garanzia di ciascuna cartolarizzazione.

Grazie a queste evoluzioni normative che si ritrovano all'**art. 7 e 7.2 della Legge 130/1999**, quindi, ora l'investitore che intende acquistare un immobile (o in molti casi lo ha già acquistato) finanziandosi (o rifinanziandosi) al di fuori dal circuito bancario, lo può fare utilizzando lo strumento della cartolarizzazione immobiliare.

Così per esempio, nel caso in cui l'investitore sia già titolare di un immobile per il cui acquisto si sia indebitato con le banche e voglia rifinanziarlo ricorrendo al mercato, può vendere l'immobile a una spv 130, la quale si finanzia a sua volta emettendo e collocando titoli abs in più tranche: le note senior vengono sottoscritte da finanziatori terzi mentre le note junior vengono sottoscritte dall'investitore originario o da società del suo gruppo. L'investitore originario incassa il prezzo e rimborsa il finanziamento preesistente. L'spv poi valorizza l'immobile e infine lo vende, i proventi dell'immobile rimborsano così le note senior e il finanziatore, sottoscrittore delle note abs senior, viene rimborsato. A quel punto l'operazione si è conclusa: l'immobile può essere "restituito" al prenditore o società del suo gruppo. Nell'esempio l'operazione è in sostanza un **finanziamento immobiliare limited recourse** che consente al finanziatore di beneficiare della segregazione patrimoniale prevista dalla legge sulla cartolarizzazione e di una maggiore vicinanza all'asset in sede di escussione in uno scenario di enforcement.

Detto questo, “c’è un problema fiscale che di fatto può disincentivare l’utilizzo di questa struttura a fini di finanziamento rispetto al tradizionale ricorso a un finanziamento ipotecario bancario”, sottolineano gli avvocati Pepe e Occhipinti di iLS, che proseguono: “Il punto è che in una cartolarizzazione immobiliare, affinché il finanziatore possa beneficiare della garanzia dell’immobile su finanziamento erogato all’spv (tipicamente, mediante sottoscrizione di note senior emesse dalla spv), è necessario che l’immobile sia trasferito alla spv in questione. Dopodiché, una volta rimborsato il finanziamento (ossia, le note senior), l’immobile dovrebbe, in ipotesi, essere ritrasferito all’investitore originario (c.d. exit). Questi trasferimenti, però, soggiacciono al pagamento delle **imposte di registro, ipotecaria e catastale in via ordinaria che, ove applicate su base proporzionale, possono costituire un costo fiscale esorbitante rispetto alle finalità di finanziamento a cui l’operazione è preordinata**. Ciò crea un’evidente disparità di trattamento rispetto al finanziamento ipotecario bancario a medio termine che invece non sconta il pagamento di queste imposte (si vedano [artt. 15e ss DPR 6011/1973](#)) nei casi di applicazione dell’**imposta sostitutiva pari allo 0,25%** dell’importo erogato dalla banca o anche dall’intermediario finanziario ex art. 106 TUB (in quest’ultimo caso, come stabilito dalla Corte di Cassazione nel 2018, si veda [qui AltaLex](#), ndr). Questa disparità di trattamento impedisce di fatto alla cartolarizzazione immobiliare di assolvere una delle sue principali funzioni e certamente la più importante dal punto di vista delle imprese italiane che vedono in essa un potenziale canale di accesso a capitale di debito con limitato rischio di insolvenza”.

Il fatto che non sia previsto alcun regime fiscale speciale applicabile alle cessioni immobiliari effettuate in favore della spv immobiliare o dalla spv immobiliare è stato ribadito indirettamente dall’**Agenzia delle Entrate** in una sua risposta a un interpello poco più di un anno fa ([Risposta all’interpello n. 132 del 2 marzo 2021](#)), dove aveva ricordato invece il regime applicabile, ai fini delle imposte ipotecarie e catastali, agli atti di acquisto da parte della spv immobiliare di immobili strumentali di proprietà di una società veicolo d’appoggio (**LeaseCo o ReoCo**) e **confermava l’applicazione delle imposte ipotecarie e catastali in misura fissa** (art. 7.1, comma 4-ter, Legge 130) (si veda [altro articolo di BeBeez](#)), che consistono in soli **200 euro ciascuna**.

“Per rendere competitivo il mercato del credito, nel caso di cartolarizzazioni 7.2 a fini di finanziamento, sarebbe quindi necessario introdurre delle agevolazioni fiscali applicabili a questa fattispecie. Si potrebbe pensare per esempio proprio di mutuare la disciplina di favore prevista per gli acquisti effettuati dalla Reoco ex art. 7.1 della legge 130”, propongono Pepe e Occhipinti, ricordando che “già nell’ambito dell’approvazione del Decreto PNRR, la Commissione Permanente (Bilancio, tesoro e programmazione) aveva introdotto una serie di emendamenti che proponevano di assoggettare a imposte di registro, ipotecaria e catastale in misura fissa (per 200 euro ciascuna) i trasferimenti di immobili alle cartolarizzazioni 7.2, parificando il trattamento fiscale a quello delle Reoco 130. Sarebbe quindi auspicabile che venisse riproposto un simile intervento normativo (quantomeno per l’ipotesi di trasferimento alla spv da parte dell’investitore, già titolare dell’immobile il cui acquisto intenda rifinanziare), idealmente estendendo per questa ipotesi il trattamento fiscale di favore anche all’ipotesi di trasferimenti di immobili dalle cartolarizzazioni 7.2 a terzi

acquirenti (ivi incluso il ritrasferimento all'investitore/prenditore), laddove la finalità dell'operazione sia quella di una operazione di finanziamento/rifinanziamento immobiliare”.

Un'altra soluzione, aggiungono i due avvocati, “potrebbe essere prevedere il pagamento di una imposta di importo sostanzialmente analogo all'imposta sostitutiva ex artt. 15 ss DPR 601/73, prevista come detto sopra per i finanziamenti erogati da banche o intermediari ex art 106 TUB e che copra sia il trasferimento iniziale dell'immobile alla spv sia il suo ritrasferimento al prenditore o a società del suo gruppo.

Detto questo, nonostante la presenza di questi ostacoli fiscali “la cartolarizzazione immobiliare si sta affermando come possibile strategia alternativa di cessione”, aveva sottolineato **Silvia Rovere**, presidente di **Assoimmobiliare** a fine novembre 2021, in occasione di un convegno organizzato da **Zenith Service** proprio su questi temi (si veda [altro articolo di BeBeez](#)).

Rovere aveva sottolineato che “esiste una complementarità tra i fondi d'investimento e le cartolarizzazioni, perché l'investitore può gestire direttamente gli asset immobiliari”. Una considerazione, questa, che aveva trovato d'accordo anche **Alessandro Gatto**, managing director e co-head structured finance South Europe di JPMorgan, che aveva sottolineato che “lo strumento della cartolarizzazione immobiliare permette di strutturare operazioni anche su singoli immobili e permette inoltre a finanziatori diversi dalle banche di entrare sul mercato. Per di più proprio in quella parte di mercato dei finanziamenti real estate che a oggi in Italia è più scoperto, che è quello di medie dimensioni”.

Tra le ultime operazioni di cartolarizzazione immobiliare annunciate pubblicamente, ricordiamo che lo scorso ottobre 2021 Zenith Service e la società di credit management **GMA** hanno concluso la loro seconda operazione, relativa a una serie di compendi immobiliari siti nei comuni di **Salò (Brescia)** e di **Pino Torinese (Torino)** (si veda [altro articolo di BeBeez](#)). La nuova operazione segue infatti la cartolarizzazione dell'ex **Hotel Royal di Spotorno**, realizzata nel febbraio scorso da GMA e Zenith attraverso **Gremo Real Estate spv** (si veda [altro articolo di BeBeez](#)).

Nel gennaio 2021, invece, Zenith Service aveva affiancato **Phoenix Asset Management**, operatore specializzato nella gestione dei portafogli Npl e Utp, nel lancio della sua piattaforma di cartolarizzazione immobiliare (si veda [altro articolo di BeBeez](#)). In quel caso l'operazione riguardava un portafoglio di **8 complessi immobiliari** a destinazione mista **ceduti da alcune società italiane**. Gli immobili erano stati acquistati dalla società veicolo **Manzoni spv srl**, che ha poi emesso titoli asset backed, sottoscritti da **due fondi di investimento internazionali** in collaborazione con Phoenix. Successivamente Zenith ha chiuso una seconda operazione di questo tipo, di cui però non sono stati comunicati i dettagli. Così, con quella annunciata nei giorni scorsi, Zenith è arrivata a quattro cartolarizzazioni immobiliari.

A inizio gennaio 2021 anche **Bayview Italia srl**, la controllata italiana dell'omonimo colosso Usa dell'asset management, aveva lanciato come accennato una

piattaforma con la stessa finalità, che ha appunto per obiettivo l'**acquisto di immobili a garanzia di crediti sia distressed sia performing** e che attraverso la società veicolo **Arya spv srl**, ha condotto la sua prima operazione (si veda [altro articolo di BeBeez](#)).

Mentre a luglio 2021 **Algebris** aveva lanciato la sua piattaforma di cartolarizzazione di beni immobili, contestualmente all'annuncio della prima operazione che è consistita nella cartolarizzazione dei proventi derivanti da un **immobile a uso prevalentemente strumentale** ceduto alla società veicolo di cartolarizzazione da un fondo comune di investimento di tipo chiuso (si veda [altro articolo di BeBeez](#)). Master Servicer, Corporate Servicer e Calculation Agent dell'operazione era stata **Zenith Service**. L'acquisizione dell'immobile era stata finanziata sia tramite l'emissione di titoli partly-paid sottoscritti da **Algebris NPL Partnership III** (anche noto come **Algebris Npl Fund III**), fondo di diritto lussemburghese dedicato agli investimenti in attivi non-performing, per un importo massimo di **500 milioni di euro**, sia tramite la **concessione alla società veicolo di un finanziamento bancario**.