CONFINDUSTRIA
ASSOIMMOBILIARE

Cartolarizzazioni immobiliari

PROPOSTE DI RIFORMA PER IL MERCATO DEI CAPITALI

MAGGIO **2025**

I QUADERNI DI
ASSOIMMOBILIARE 14

INDICE

2 **PREFAZIONE**

3 **INTRODUZIONE**

5 **DINAMICHE DEL MERCATO IMMOBILIARE ITALIANO**

6 **IL MERCATO DELLE CARTOLARIZZAZIONI**

9 **LE PROPOSTE DI CONFINDUSTRIA ASSOIMMOBILIARE**

9 Armonizzazione delle modalità costitutive dei veicoli di cartolarizzazione

10 Allineamento della normativa sulle cartolarizzazioni agli OICR

12 Ampliamento dell'uso dei veicoli di appoggio a crediti deteriorati acquistati da soggetti diversi da banche e intermediari italiani

14 Revisione delle imposte ipocatastali in relazione a operazioni di cartolarizzazione che vedano il coinvolgimento di una SGR quale asset manager

PREFAZIONE

In una fase in cui l'economia italiana è chiamata a coniugare sostenibilità, innovazione e nuovi investimenti, il settore immobiliare riveste un ruolo strategico nel processo di trasformazione infrastrutturale, sociale e ambientale del Paese. Per rispondere con efficacia a queste sfide, è essenziale rafforzare il legame tra patrimonio immobiliare e mercato dei capitali, promuovendo strumenti capaci di mobilitare risorse pazienti, affidabili e coerenti con una visione di lungo periodo.

L'accesso a capitali privati rappresenta oggi uno dei principali nodi da sciogliere per un pieno sviluppo del real estate italiano. Pur disponendo di uno *stock* immobiliare non residenziale stimato in circa 780 miliardi di euro, l'Italia registra una quota di proprietà in mano a investitori istituzionali ferma al 17% — ben al di sotto dei livelli di Paesi come Francia e Regno Unito, che superano il 40%. Anche i volumi medi annui di investimento, pari a circa 10-12 miliardi negli ultimi cinque anni, si collocano su valori modesti rispetto agli standard europei più evoluti.

Tale divario, però, è anche indicativo dello spazio di crescita e maturazione che ancora esiste per il settore immobiliare. All'interno di questo scenario, le cartolarizzazioni immobiliari si configurano come uno strumento solido e adattabile, in grado di attrarre risorse verso progetti di rigenerazione urbana, *housing* sociale, valorizzazione patrimoniale e trasformazione territoriale. La loro efficacia risiede non solo nella flessibilità tecnica e operativa, ma anche nella capacità di rispondere alle esigenze di investitori orientati alla stabilità e alla sostenibilità, in linea con il crescente interesse verso asset class specializzate — tra cui *living*, logistica e *hospitality* — e con l'attenzione trasversale agli standard ESG.

Nonostante questi presupposti favorevoli, il pieno sviluppo dello strumento continua a scontare ostacoli normativi, disallineamenti fiscali e complessità operative che ne limitano l'utilizzo rispetto al suo potenziale. Per questa ragione, Confindustria Assoimmobiliare ha promosso un lavoro di approfondimento e proposta, coordinando un gruppo interdisciplinare di esperti e operatori con l'obiettivo di contribuire alla definizione di un contesto più favorevole, efficiente e competitivo.

Le riflessioni e le proposte raccolte in questo Quaderno sono frutto della collaborazione tra i partecipanti a diversi Comitati e Tavoli di Confindustria Assoimmobiliare, segnatamente il Comitato Normativo, il Tavolo Fiscalità, il Comitato Credito e il Comitato Intermediari e Società vigilate. In particolare, un sentito ringraziamento per l'importante contributo offerto va a: Diego Bortot (Zenith Global), Roberto Brustia (CBA Studio Legale e Tributario), Fulvio Di Gilio (Coima SGR), Giuseppe Andrea Giannantonio (Chiomenti), Emanuele Grassi (GMA), Eleonora Lagonigro (Kruk), Mario Lisanti (Ashurst), Edoardo Rinaldi (Iannaccone Rinaldi Notai Associati), Annalisa Santini (Ashurst) e Roberto Schiavelli (DeA Capital SGR).

Confindustria Assoimmobiliare ritiene che la modernizzazione degli strumenti finanziari per il settore immobiliare non costituisca esclusivamente una questione tecnica, ma una leva strategica per rafforzare la capacità del Paese di attrarre investimenti, rigenerare territori e offrire risposte concrete a bisogni sociali emergenti. In quest'ottica, rafforzare lo strumento delle cartolarizzazioni affinché sia più efficace e pienamente allineato agli obiettivi di sviluppo del Paese non è solo un'opportunità, ma un impegno strategico e collettivo.

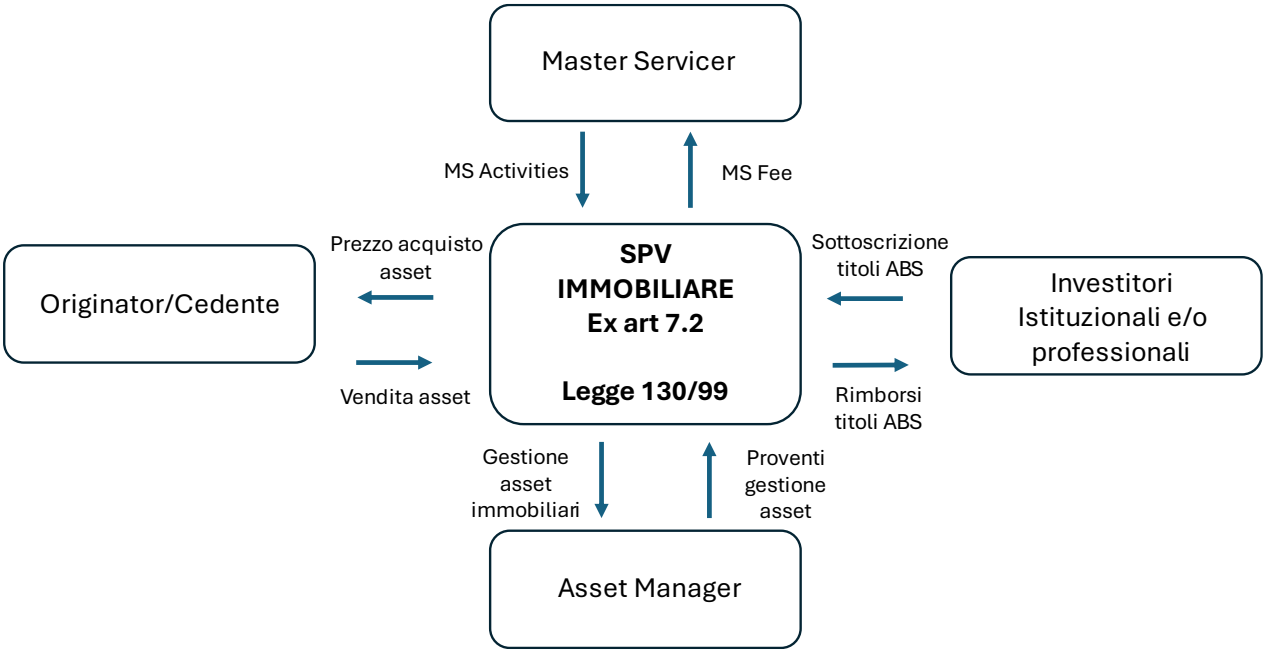
Davide Albertini Petroni
Presidente Confindustria Assoimmobiliare

INTRODUZIONE

Le cartolarizzazioni immobiliari rappresentano uno strumento evoluto e trasparente per il finanziamento del settore immobiliare. **Disciplinate dall'articolo 7.2 della Legge n. 130/1999, sono un processo finanziario che coinvolge operatori dotati di comprovata esperienza – cd. Investitori Istituzionali e Professionali – all'interno di una cornice strutturata, regolamentata e vigilata da Banca d'Italia**. La presenza di un *Master Servicer* indipendente e terzo rispetto agli investitori rafforza ulteriormente l'affidabilità dello strumento, che si configura come una forma di *limited recourse financing*[1] particolarmente efficace.

Tipicamente, una cartolarizzazione immobiliare segue le seguenti fasi:

1. acquisizione da parte dell'SPV: una società veicolo (SPV, *Special Purpose Vehicle*) acquisisce un insieme di beni immobiliari dall'Originator (o Cedente). Il pagamento del prezzo dell'*asset* immobiliare all'Originator avviene normalmente tramite l'emissione di titoli ABS (*Asset-Backed Securities*). Successivamente l'SPV rimborsa i titoli emessi seguendo un ordine specifico utilizzando i proventi derivanti dalla valorizzazione degli attivi.
2. nomina di un *Master Servicer*: viene nominato un *Master Servicer*, che ha il ruolo di monitorare l'andamento dell'operazione ed il rispetto degli obblighi contrattuali, ivi inclusa la reportistica agli investitori;
3. nomina di un *Asset Manager*: un *Asset Manager* con competenza adeguata viene scelto per svolgere compiti di gestione e amministrazione degli attivi cartolarizzati. L'*Asset Manager* svolge un ruolo chiave nella gestione degli investimenti immobiliari e nell'assicurare che siano adempiute tutte le normative e le responsabilità previste.



Negli ultimi anni, le cartolarizzazioni immobiliari hanno suscitato crescente interesse da parte del mercato, dimostrandosi **strumenti flessibili, adattabili a operazioni sia su larga scala che su singoli asset, con modalità strutturate e compatibili con le caratteristiche di gestione tipiche del risparmio istituzionale.**

[1] Forma di finanziamento in cui il creditore ha un diritto di rivalsa limitato alle garanzie specificate (ad esempio, un immobile) e non può rivalersi sul patrimonio generale del debitore.

Di seguito si evidenziano alcune delle tendenze in atto nel mercato immobiliare che rendono sempre più centrale questo strumento:

I. **Sviluppo di *asset class* specializzate**: in risposta alle nuove esigenze della domanda è crescente l'interesse degli operatori per settori emergenti come sanità, *hospitality*, logistica e *living*. Per gli investitori questo significa l'opportunità di diversificare ulteriormente il loro portafoglio e di sfruttare le potenzialità di rendimento in settori in crescita.

II. **Innovazione tecnologica**: la tecnologia sta rivoluzionando l'industria immobiliare, con l'implementazione di strumenti come la *blockchain* per aumentare la trasparenza e l'efficienza delle transazioni immobiliari. Inoltre, l'utilizzo crescente di piattaforme di *crowdfunding* immobiliare offre agli investitori nuove opportunità di accesso al mercato immobiliare.

III. ***Focus* sulla sostenibilità**: i criteri ESG stanno diventando un fattore sempre più importante nel settore immobiliare. Gli investitori cercano *asset* energeticamente efficienti, conformi alle nuove normative ambientali e in grado di rispondere agli *standard* qualitativi richiesti degli utilizzatori finali.

IV. **Partecipazione istituzionale crescente**: i fondi pensione, le compagnie di assicurazioni e altri investitori istituzionali stanno guardando con interesse agli investimenti in *real estate*, con l'obiettivo di ampliare la loro presenza in questo settore alla ricerca di rendimenti stabili e di lungo termine. Inoltre, gli investimenti immobiliari si prestano a canalizzare una parte del risparmio privato nazionale – oggi spesso diretto all'estero – verso investimenti produttivi sul territorio.

V. **Rafforzamento del quadro normativo e di vigilanza**: sta aumentando l'attenzione normativa rivolta alla supervisione dei mercati finanziari. Le autorità di regolamentazione stanno introducendo nuove misure per garantire la stabilità e la trasparenza del mercato. Sarà importante per investitori avere a disposizione diversi strumenti per efficientare le loro strategie di investimento.

In questo scenario, le cartolarizzazioni immobiliari **possono giocare un ruolo di primo piano nel superare alcune barriere strutturali del mercato italiano, caratterizzato da alcuni elementi di frammentazione normativa, scarsa liquidità e difficoltà nel convogliare capitali privati**. Grazie alla loro capacità di aggregare attivi eterogenei, rendere bancabili operazioni a medio-lungo termine e generare fiducia presso controparti pubbliche e private, le cartolarizzazioni possono rappresentare uno strumento strategico per contribuire alla trasformazione del settore immobiliare italiano.

Le proposte avanzate in questo documento non si limitano a correggere le attuali asimmetrie normative e fiscali, ma mirano a valorizzare pienamente il potenziale delle cartolarizzazioni immobiliari come strumento evoluto, flessibile e coerente con le esigenze del mercato. L'implementazione delle misure suggerite aprirebbe nuovi spazi applicativi, oggi solo parzialmente accessibili, con ricadute significative in termini di attrattività, impatto e funzionalità dello strumento.

In particolare, **le modifiche proposte mirano a:**

I. **Promuovere lo sviluppo del *Build to Rent***. Le cartolarizzazioni immobiliari sono lo strumento ideale per gli investimenti *Build to Rent*, grazie alla flessibilità della loro struttura. Il loro utilizzo faciliterebbe l'ingresso degli investitori istituzionali nel mercato residenziale, ampliando l'offerta di alloggi abitativi in locazione.

II. **Favorire un maggiore coinvolgimento di investitori professionali**. L'utilizzo dello strumento da parte degli investitori professionali (oltre che a quelli istituzionali) amplierebbe notevolmente il *pool* di investitori potenziali, portando maggiore liquidità e diversificazione nell'ambito degli investimenti immobiliari. Tale apertura rappresenterebbe un'importante porta di accesso al settore immobiliare, sia per i capitali istituzionali che per il mercato *retail* domestico.

III. **Supportare la valorizzazione del patrimonio pubblico**. La struttura delle cartolarizzazioni, improntata a efficienza operativa e *accountability*, si presta efficacemente alla gestione e alla valorizzazione di immobili pubblici, con potenziali benefici in termini di trasparenza e sostenibilità economica delle operazioni.

Per promuovere una piena valorizzazione dello strumento, il presente position paper presenta un pacchetto organico di proposte articolate su quattro direttrici di intervento.

In primo luogo, si intende favorire una maggiore equità fiscale tra strumenti analoghi, assicurando condizioni di neutralità che non influenzino le scelte di investimento.

Si propone poi di rafforzare il presidio regolamentare, promuovendo l'impiego di *asset manager* vigilati al fine di garantire maggiore trasparenza e solidità operativa.

Una terza linea d'azione riguarda l'ampliamento del perimetro operativo delle società veicolo, con l'obiettivo di estenderne l'utilizzo anche su per la gestione di crediti deteriorati acquistati da soggetti diversi da banche e intermediari italiani.

Infine, si sottolinea la necessità di valorizzare appieno la funzione sociale delle cartolarizzazioni, in particolare nei settori dell'*housing*, della gestione dei crediti deteriorati e della riqualificazione del patrimonio pubblico.

Confindustria Assoimmobiliare ritiene che sia giunto il momento di valorizzare pienamente questo strumento, armonizzando il quadro normativo e rendendolo coerente con gli obiettivi strategici del Paese in materia di rigenerazione urbana, innovazione finanziaria, attrazione degli investimenti e valorizzazione del patrimonio immobiliare. Con gli adeguamenti proposti, le cartolarizzazioni immobiliari potranno consolidarsi come strumento chiave per attrarre capitali nel real estate italiano, facilitando la transizione ecologica, la rigenerazione urbana e il rilancio di settori importanti per impatto economico e sociale come il residenziale.

DINAMICHE DEL MERCATO IMMOBILIARE ITALIANO

La domanda di immobili da parte di famiglie e imprese si sta sempre più orientando verso soluzioni di Grado A ad alta efficienza energetica, con una preferenza per immobili di elevata qualità e caratteristiche *green*, in grado di promuovere il benessere fisico e mentale degli occupanti e di supportare avanzati servizi digitali. Parallelamente, l'adozione crescente della tecnologia sta trasformando il mercato, ad esempio attraverso sensori intelligenti e l'Internet of Things per il monitoraggio energetico, migliorando così l'esperienza degli utilizzatori finali.

In questo contesto, **il divario tra domanda e offerta di immobili di qualità mette in evidenza la necessità di intervenire su tutto lo *stock* immobiliare italiano – abitazioni, uffici, alberghi, centri logistici e *asset* commerciali - attraverso ristrutturazioni profonde per raggiungere gli obiettivi *net zero* e rispondere alle nuove esigenze del vivere del lavorare**. Gli immobili obsoleti rischiano di essere esclusi dal mercato o di essere riassorbiti solo attraverso interventi di riqualificazione significativi.

Tra i settori che stanno assumendo un ruolo sempre più centrale nelle strategie di investimento, il residenziale sta attraversando una fase di profonda trasformazione. Negli ultimi anni, la domanda abitativa è cambiata in modo significativo, trainata dalla maggiore mobilità lavorativa, dall'aumento degli studenti fuori sede e da un diverso approccio al concetto di abitare da parte delle nuove generazioni. Questi fattori stanno alimentando una crescente preferenza per la locazione rispetto alla proprietà, con una progressiva affermazione di modelli abitativi più flessibili e gestiti professionalmente.

A ciò si aggiunge un costante aumento dei prezzi nelle principali città, in particolare a Milano e Roma, che rende sempre più difficile l'accesso alla proprietà, soprattutto per giovani, lavoratori al primo impego, famiglie meno abbienti. Anche questa tendenza sta favorendo l'espansione del mercato degli affitti e la necessità, da parte degli operatori, di guardare con maggiore interesse a operazioni *Build to Rent*, orientate a target specifici quali giovani, studenti, famiglie a basso reddito e anziani.

Un'accelerazione degli investimenti nel comparto residenziale, anche in forma indiretta tramite veicoli specializzati, favorirebbe la diffusione geografica delle nuove iniziative, oggi ancora concentrate in poche aree urbane. Settori come lo *student housing*, il *senior living*, il *co-living* o il *social housing* rappresentano segmenti in forte crescita, in grado di soddisfare una domanda abitativa diversificata e in evoluzione. Città universitarie come Firenze, Bologna, Torino e Padova presentano un forte potenziale inespresso, a causa della carenza di strutture moderne e della limitata offerta di posti letto.

In questo scenario, l'Italia presenta ancora un ritardo strutturale rispetto ai mercati europei più evoluti: il comparto residenziale registra una quota limitata di investimenti istituzionali (solo il 9% del transato immobiliare contro una media UE del 23%), ed è caratterizzato da un'elevata vetustà del patrimonio. Su circa 12 milioni di edifici, solo poco più di un quarto ha meno di 40 anni e appena un decimo meno di 20 anni. La produzione annua di nuove abitazioni, che negli anni '60 e '70 superava le 200.000 unità, si è ridotta a meno di 30.000 unità nel decennio 2011–2019, contribuendo all'invecchiamento del patrimonio edilizio.

Parallelamente, con l'entrata in vigore della nuova Direttiva europea sulla prestazione energetica degli edifici (EPBD), l'Italia è chiamata ad affrontare una sfida di portata strutturale: entro il 2030, si stima che circa 1,8 milioni di edifici residenziali dovranno essere sottoposti a interventi di efficientamento energetico, in linea con l'obiettivo europeo di ridurre del 16% il consumo medio di energia primaria nel comparto residenziale. Tale volume, pari a circa 360.000 interventi l'anno, richiederà un impegno coordinato tra settore pubblico e privato: sarà fondamentale affiancare agli incentivi destinati alle famiglie, anche i capitali privati e gli investitori istituzionali per intervenire in questo settore.

Attualmente, il 46% del totale del patrimonio immobiliare italiano è classificato in una classe energetica poco performante (G o F), rendendo urgente una riqualificazione complessiva. In alcuni segmenti come la logistica – dove la presenza di investitori istituzionali è più importante rispetto alle altre asset class - si registrano segnali positivi, con il 18% degli immobili in grado di produrre buona parte dell'energia che consumano. In prospettiva, gli edifici dovranno trasformarsi in vere e proprie infrastrutture energetiche, capaci non solo di essere autonomi ma anche di restituire energia in tempi opportuni, superando le attuali esternalità negative dei progetti *green* non integrati.

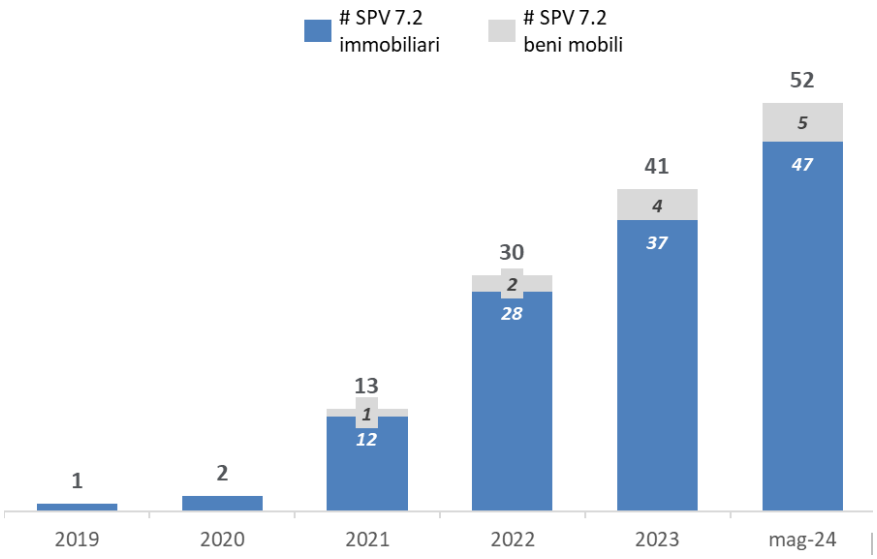
In generale, **il tema della rigenerazione urbana e della valorizzazione del patrimonio immobiliare – pubblico e privato - si impongono come leve decisive per lo sviluppo sostenibile del Paese. Per raggiungere questo obiettivo, sarà essenziale attrarre capitali privati tramite strumenti finanziari diversificati in un contesto normativo e fiscale coerente, che valorizzi gli investimenti istituzionali quali fautori di questa trasformazione**.

IL MERCATO DELLE CARTOLARIZZAZIONI

Le cartolarizzazioni immobiliari si stanno affermando come uno strumento capace di rispondere con efficacia alle esigenze sopra descritte: mobilitazione del capitale privato, gestione professionale, trasparenza operativa e possibilità di intervenire su *asset* complessi o frazionati.

A maggio 2024 risultano attivi in Italia 52 veicoli SPV 7.2 - quasi interamente costituiti nell'ultimo triennio - con oltre il 90% focalizzato su iniziative immobiliari (cfr. Figura 1). La raccolta complessiva sfiora i 2,5 miliardi di euro, di cui una parte significativa ancora da allocare, segno di un mercato in fase di espansione ma con ampi margini di sviluppo (Figura 2).

Figura 1. Evoluzione cumulata del numero di SPV 7.2 per tipologia di sottostante



Fonte: Deloitte

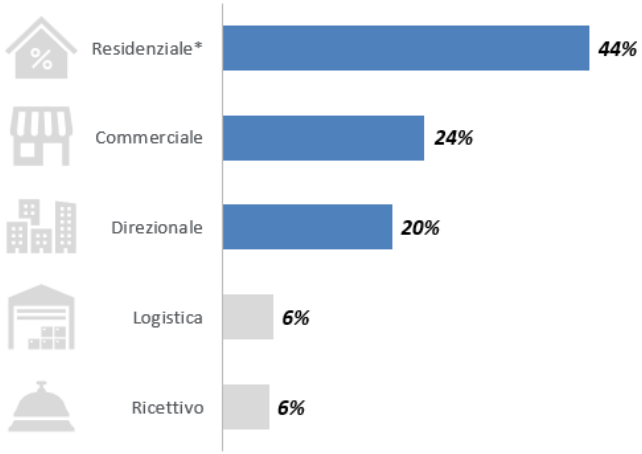
Figura 2. Ripartizione impegni raccolti da SPV 7.2

Fonte: Elaborazione Deloitte su un campione di veicoli corrispondente a circa il 60% del mercato

La flessibilità strutturale delle SPV consente di adattare lo strumento a operazioni di taglio molto variabile, da 100.000 euro fino a 50 milioni di euro, con un valore medio attorno ai 15 milioni. Questa versatilità rende le cartolarizzazioni adatte tanto a operazioni di rigenerazione su scala locale quanto a iniziative strategiche di scala nazionale.

Sebbene il comparto residenziale resti prevalente, è in aumento il ricorso alle cartolarizzazioni anche per *asset class* come direzionale, commerciale, logistica, *hospitality* (Figura 3).

Figura 3: Composizione delle cartolarizzazioni per asset class (% su impegni di capitale)



** Inclusi gli sviluppi e le riconversioni con destinazione d'uso residenziale.*

Fonte: Elaborazione Deloitte su un campione di veicoli corrispondente a circa il 60% del mercato

Il coinvolgimento crescente di investitori professionali e istituzionali – fondi, assicurazioni, *developer* – testimonia la crescente fiducia verso uno strumento che combina rendimento e presidio regolamentare.

Anche nel mercato dei crediti deteriorati, le cartolarizzazioni stanno assumendo un ruolo determinante, rappresentando nel 2024 oltre un terzo delle cessioni *non performing*. Con uno *stock* di crediti deteriorati pari a circa 55 miliardi di euro nel 2024, lo strumento consente di alleggerire i bilanci bancari, valorizzare gli immobili sottostanti e facilitare il reimpiego produttivo di tali asset, anche tramite ReoCo dedicate.

Tale approccio consente di superare le difficoltà tradizionali legate alla liquidità del mercato immobiliare, creando un ponte tra il sistema bancario e i capitali privati.

LE PROPOSTE DI CONFINDUSTRIA ASSOIMMOBILIARE

Alla luce del potenziale espresso dallo strumento delle cartolarizzazioni immobiliari, è necessario un aggiornamento del quadro normativo per favorirne un utilizzo più efficace.

Confindustria Assoimmobiliare propone quindi un pacchetto organico di misure volte a valorizzare appieno lo strumento delle cartolarizzazioni immobiliari. Tali proposte intendono correggere alcune distorsioni attualmente presenti nel sistema normativo e fiscale, allineando le SPV 7.2 ai regimi agevolati di cui beneficiano altri veicoli di investimento (OICR, SICAF) e incentivandone l'uso in operazioni qualificate e presidiate da soggetti vigilati.

Obiettivo delle proposte è duplice: da un lato, **rimuovere le barriere fiscali e regolamentari che oggi ostacolano la piena operatività delle SPV 7.2 e, dall'altro lato, rafforzare la capacità dello strumento di contribuire a politiche pubbliche strategiche, in particolare sul fronte dell'*housing*, del recupero del patrimonio pubblico e della gestione dei crediti deteriorati**.

In tal senso, le cartolarizzazioni non devono essere più considerate semplici veicoli finanziari, ma vere e proprie infrastrutture di mercato, in grado di generare fiducia, mobilitare capitale paziente e favorire la creazione di valore condiviso. Per raggiungere questo obiettivo, si rende necessario un intervento normativo mirato, che assicuri equità fiscale tra strumenti simili, estenda le possibilità operative delle SPV e rafforzi i meccanismi di vigilanza e governance tramite il coinvolgimento di gestori professionali.

Le quattro proposte che seguono, articolate interventi puntuali, delineano un percorso per rilanciare l'utilizzo delle cartolarizzazioni immobiliari in Italia e consentire al settore immobiliare di svolgere un ruolo importante nella crescita sostenibile del Paese.

1. Armonizzazione delle modalità costitutive dei veicoli di cartolarizzazione

Proposta normativa

Il comma 215, dell'articolo 1 della Legge 30 dicembre 2020, n. 178, si applica altresì ai trasferimenti effettuati in favore delle società di cui all'articolo 7.2 della Legge 30 aprile 1999, n. 130.

Relazione illustrativa

La modifica è volta ad estendere l'applicazione del chiarimento interpretativo di cui all'articolo 1, comma 215, della Legge 30 dicembre 2020, n. 178 (Legge di Bilancio 2021), relativo alle società veicolo d'appoggio di cui all'articolo 7.1, comma 4, primo periodo, della Legge 30 aprile 1999, n. 130, anche ai trasferimenti effettuati in favore dei cosiddetti "Special Purpose Vehicle" (SPV) *ex* articolo 7.2 della Legge 30 aprile 1999, n. 130, al fine di assicurare maggiore armonizzazione tra i veicoli di investimento previsti da tale Legge ed evitare disallineamenti normativi non giustificati a livello sistematico.

2. Allineamento della normativa sulle cartolarizzazioni agli OICR

Proposta normativa

All'articolo 7 della Legge 30 aprile 1999, n. 130, sono apportate le seguenti modificazioni:

a) al comma 1, lett. b), le parole "*alle cessioni a fondi comuni di investimento*" sono sostituite dalle seguenti "*alle cessioni a organismi di investimento collettivo del risparmio alternativi italiani";*

b) il comma 2-*bis*, è sostituito dal seguente: "*2*-bis*. Nel caso di operazioni realizzate mediante cessione a un organismo di investimento collettivo del risparmio alternativo italiano, i servizi indicati nell'articolo 2, comma 3, lettera c), possono essere svolti, in alternativa ai soggetti di cui all'articolo 2, comma 6, dalla società di gestione del risparmio che gestisce l'organismo di investimento collettivo del risparmio alternativo italiano ovvero dall'organismo stesso, se autogestito. Alle cessioni dei crediti effettuate in favore dell'organismo di investimento collettivo alternativo italiano si applicano gli articoli 4 e 6, comma 2, della presente legge, nonché le restanti disposizioni della presente legge, in quanto compatibili.".*

Relazione illustrativa

La proposta di modifica intende applicare le attuali disposizioni sulle cartolarizzazioni a tutte le tipologie di organismi di investimento collettivo del risparmio alternativi ora presenti nel nostro ordinamento, non limitandole, dunque, ai soli fondi di tipo contrattuale costituiti secondo il tradizionale modello "SGR-fondo comune di investimento". La limitazione opera attualmente in quanto, all'epoca di redazione delle previsioni in parola, i fondi comuni di investimento "contrattuali" erano l'unica tipologia di OICR alternativo normato in Italia per lo sviluppo di iniziative di gestione collettiva inerenti *asset* illiquidi. Mediante il recepimento in Italia della Direttiva 2011/61/UE dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi (c.d. "AIFMD"), il volano di strumenti per la gestione collettiva è stato, difatti, ampliato introducendo – in aggiunta ai fondi contrattuali – anche le società di investimento a capitale fisso (SICAF).

Nella formulazione attualmente vigente si crea, quindi, una disparità di trattamento tra i fondi contrattuali (i quali possono beneficiare delle previsioni in argomento) e quelli di natura societaria (SICAF). Questi ultimi, sulla base del testo letterale della norma e salva l'applicazione di un criterio di interpretazione analogica o estensiva, non possono, infatti, fruire dei benefici in discorso.

Inoltre, le disposizioni di cui sopra perseguono il fine di ampliare la tipologia di strumenti azionabili dalle banche al fine di dismettere i propri crediti deteriorati in favore di veicoli specializzati nella gestione di tali attivi nel loro miglior interesse, consentendo così agli istituti di credito di allocare le risorse eventualmente rivenienti dalla valorizzazione degli attivi operata da un soggetto terzo professionale a servizio dell'erogazione di nuovi finanziamenti per il tessuto imprenditoriale italiano. La possibilità di utilizzare uno strumento come la SICAF, consentendo ad essa di beneficiare del regime proprio della legge sulla cartolarizzazione, contribuirebbe ancora meglio a perseguire i predetti fini.

Infine, posto che le SICAF (FIA societari) sono equiparate in tutto e per tutto ai fondi comuni di investimento (FIA contrattuali) – sia sotto il profilo civile e regolamentare, sia sotto quello fiscale – si ritiene non ricorrano controindicazioni di sorta all'attuazione della proposta di modifica.

La proposta normativa non comporta oneri aggiuntivi per la finanza pubblica. Essa non necessita, pertanto, di alcuna copertura finanziaria in quanto consiste in un semplice allineamento delle normative vigenti.

Testo ricostruito

Art. 7 Legge 30 aprile 1999 n. 130	**Art. 7** ***(nuova formulazione)***
1. Le disposizioni della presente legge si applicano, in quanto compatibili:	**1.** Le disposizioni della presente legge si applicano, in quanto compatibili:
a) alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti realizzate mediante l'erogazione di un finanziamento al soggetto cedente da parte della società per la cartolarizzazione dei crediti emittente i titoli, avente per effetto il trasferimento del rischio inerente ai crediti nella misura e alle condizioni concordate;	a) alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti realizzate mediante l'erogazione di un finanziamento al soggetto cedente da parte della società per la cartolarizzazione dei crediti emittente i titoli, avente per effetto il trasferimento del rischio inerente ai crediti nella misura e alle condizioni concordate;
b) alle cessioni a fondi comuni di investimento, aventi per oggetto crediti, costituiti ai sensi del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.	b) alle cessioni a **organismi di investimento collettivo del risparmio alternativi italiani**, aventi per oggetto crediti, costituiti ai sensi del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.
b-*bis*) alle operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla titolarità, in capo alla società di cui all'articolo 7.2 di beni immobili, beni mobili registrati e diritti reali o personali aventi ad oggetto i medesimi beni.	b-*bis*) alle operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla titolarità, in capo alla società di cui all'articolo 7.2 di beni immobili, beni mobili registrati e diritti reali o personali aventi ad oggetto i medesimi beni.
2. […] *omissis*	**2.** […] *omissis*
2-*bis*. Nel caso di operazioni realizzate mediante cessione a un fondo comune di investimento, i servizi indicati nell'articolo 2, comma 3, lettera c), possono essere svolti, in alternativa ai soggetti di cui all'articolo 2, comma 6, dalla società di gestione del risparmio che gestisce il fondo. Alle cessioni dei crediti effettuate in favore del fondo si applicano gli articoli 4 e 6, comma 2, della presente legge, nonché le restanti disposizioni della presente legge, in quanto compatibili.	**2-*bis*.** Nel caso di operazioni realizzate mediante cessione a un **organismo di investimento collettivo del risparmio alternativo italiano**, i servizi indicati nell'articolo 2, comma 3, lettera c), possono essere svolti, in alternativa ai soggetti di cui all'articolo 2, comma 6, dalla società di gestione del risparmio che gestisce **l'organismo di investimento collettivo del risparmio alternativo italiano ovvero dall'organismo stesso, se autogestito**. Alle cessioni dei crediti effettuate in favore **dell'organismo di investimento collettivo alternativo italiano** si applicano gli articoli 4 e 6, comma 2, della presente legge, nonché le restanti disposizioni della presente legge, in quanto compatibili.

3. Ampliamento dell'uso dei veicoli di appoggio a crediti deteriorati acquistati da soggetti diversi da banche e intermediari italiani

Proposta normativa

All'articolo 7.1, comma 1, della Legge 30 aprile 1999, n. 130, dopo le parole "*Alle cessioni di crediti, qualificati come deteriorati in base alle disposizioni dell'autorità competente*" sono aggiunte le seguenti "*o che abbiano le medesime caratteristiche dei crediti qualificati come deteriorati qualora il cedente non sia tenuto ad effettuare segnalazioni alle autorità competenti*", e le parole "*aventi sede legale in Italia*" sono sostituite dalle seguenti "*veicoli costituiti ai sensi della presente legge o da altri soggetti che abbiano erogato o acquistato tali crediti in conformità alla normativa applicabile*".

Relazione illustrativa

La proposta di modifica all'articolo 7.1 della Legge n. 130/1999 mira ad ampliare la possibilità di servirsi dei c.d. "veicoli d'appoggio", disciplinati nel medesimo articolo 7.1, comma 4, anche nel caso in cui i crediti siano acquistati da società di cartolarizzazione o da soggetti che abbiano originato, o si siano resi cessionari dei crediti, e che non siano unicamente banche o intermediari finanziari aventi sede in Italia, come attualmente previsto.

La modifica si rende necessaria per adeguare la normativa al mutato scenario del credito deteriorato. In particolare, in considerazione della diminuzione considerevole dello *stock* di credito deteriorato detenuto da banche e intermediari finanziari in virtù delle cessioni effettuate negli ultimi anni, si evidenzia, anche sulla base dell'informativa prodotta da Banca d'Italia sul tema, che l'ammontare complessivo del credito deteriorato non è, nel complesso, diminuito bensì è allocato a soggetti diversi da banche e intermediari finanziari. L'ampliamento della disciplina sopra menzionata permetterebbe di usufruire dello strumento delle società veicolo d'appoggio in relazione a tutti i crediti, anche quelli acquisiti sul mercato secondario, avvantaggiandosi di tale struttura per valorizzare gli immobili posti a garanzia dei crediti, permettendo l'immissione di tali immobili sul mercato libero e la conseguente diminuzione, dovuta al successivo rimborso, delle esposizioni deteriorate sul mercato italiano.

La valorizzazione degli immobili a garanzia dei suddetti crediti deteriorati renderebbe, quindi, più veloci anche i processi di risanamento per le aziende che sono soggette a percorsi di risanamento e che potrebbero avvantaggiarsi delle cessioni di crediti deteriorati con accollo del debito da parte delle società veicolo d'appoggio, anche qualora tali crediti non siano più detenuti da banche e intermediari finanziari (che, come richiamato sopra, rappresenta ormai la situazione predominante in considerazione della massiccia attività di dismissione occorsa negli anni passati effettuata proprio dalle banche italiane).

Sempre secondo le statistiche fornite da Banca d'Italia, si rende evidente come una parte rilevante del credito deteriorato attualmente esistente, soprattutto quello garantito da sottostante immobiliare, sussiste nei confronti di società di dimensioni piccole e medie (c.d. Small Medium Enterprise - SME) e la struttura sopra delineata renderebbe anche più agevole il recupero di detto debito e il risanamento di tali aziende, con impatti benefici sull'economia delle SME che rappresentano il tessuto economico italiano.

La possibilità di ampliare l'utilizzo dei veicoli d'appoggio anche a crediti non necessariamente ceduti da banche o intermediari finanziari con sede in Italia, sarebbe un ottimo strumento anche per poter implementare iniziative volte ad agevolare soluzioni di abitabilità sostenibile a costi accessibili e, conseguentemente, favorire l'incontro tra domanda e offerta.

Il veicolo d'appoggio, infatti, potrebbe, mediante strutture di accollo del debito, acquisire immobili usufruendo dei vantaggi che la legge sulla cartolarizzazione ha riservato a tali società

immobiliari, permettendo investimenti nel settore delle cartolarizzazioni al fine di valorizzare tali immobili, ma senza sostenere dei costi ingenti che non permetterebbero di collocare sul mercato i medesimi immobili con affitti agevolati.

Sostenendo minori costi, sia in acquisto sia nel contesto delle successive rivendite di immobili ipotecati a garanzia dei crediti, anche la possibile valorizzazione e messa a reddito potrà essere economicamente sostenibile, in presenza peraltro di canoni calmierati rispetto a quelli del libero mercato.

La proposta normativa non comporta oneri aggiuntivi per la finanza pubblica. Essa non necessita, pertanto, di alcuna copertura finanziaria in quanto consiste in un semplice allineamento della normativa già applicabile ad operazioni immobiliari che, in mancanza di tale allineamento, non sarebbero portate a termine.

Testo ricostruito

Art. 7. 1 Legge 30 aprile 1999 n. 130	**Art. 7.1** ***(nuova formulazione)***
1. Alle cessioni di crediti, qualificati come deteriorati in base alle disposizioni dell'autorità competente, ceduti da banche e intermediari finanziari iscritti nell'albo di cui all'articolo 106 del testo unico bancario, aventi sede legale in Italia ovvero, su istanza del debitore, effettuate nell'ambito di operazioni aventi una valenza sociale che prevedano la concessione in locazione al debitore, da parte della società veicolo di appoggio, dell'immobile costituito in garanzia del credito ceduto, si applicano altresì le disposizioni del presente articolo.	1. Alle cessioni di crediti, qualificati come deteriorati in base alle disposizioni dell'autorità competente **o che abbiano le medesime caratteristiche dei crediti qualificati come deteriorati qualora il cedente non sia tenuto ad effettuare segnalazioni alle autorità competenti**, ceduti da banche e intermediari finanziari iscritti nell'albo di cui all'articolo 106 del testo unico bancario, **veicoli costituiti ai sensi della presente legge o da altri soggetti che abbiano erogato o acquistato tali crediti in conformità alla normativa applicabile** ovvero, su istanza del debitore, effettuate nell'ambito di operazioni aventi una valenza sociale che prevedano la concessione in locazione al debitore, da parte della società veicolo di appoggio, dell'immobile costituito in garanzia del credito ceduto, si applicano altresì le disposizioni del presente articolo.

4. Revisione delle imposte ipocatastali in relazione a operazioni di cartolarizzazione che vedano il coinvolgimento di una SGR quale asset manager

Proposta normativa

All'articolo 7.2 della Legge 30 aprile 1999, n. 130, dopo il comma 2, è inserito il seguente comma 2-*bis*):

> *"2-*bis*) Qualora il soggetto nominato ai sensi dell'articolo 7.1, comma 8, primo periodo, sia una società di gestione del risparmio autorizzata alla gestione di FIA italiani immobiliari di cui all'articolo 1, comma 1, lett. q), del decreto ministeriale 5 marzo 2015, n. 30 e successive modificazioni, per le volture catastali e le trascrizioni relative alle cessioni di beni immobili strumentali di cui all'articolo 10, primo comma, numero 8-*ter*), del decreto del Presidente della Repubblica 26 ottobre 1972, n. 633, anche se assoggettati all'imposta sul valore aggiunto, di cui siano parti le società di cui al comma 1, le aliquote delle imposte ipotecaria e catastale sono ridotte della metà."*

Relazione illustrativa

La proposta emendativa intende armonizzare il regime fiscale applicabile alle società veicolo *ex* articolo 7.2 della Legge 30 aprile 1999, n. 130 (c.d. "SPV 7.2") nelle operazioni di cartolarizzazione, allineandolo a quello già previsto per altri veicoli di investimento immobiliari (FIA e SIIQ). Tale intervento mira quindi a eliminare le attuali distorsioni fiscali che penalizzano le SPV 7.2 rispetto ad altre strutture di investimento, promuovendo una scelta neutrale per gli investitori e incentivando l'utilizzo di *asset manager* regolamentati nel contesto delle operazioni di cartolarizzazione immobiliare.

Le SPV 7.2 non beneficiano di alcun regime fiscale agevolativo ai fini delle imposte indirette in relazione alle operazioni effettuate su beni immobili, applicando le ordinarie regole impositive ai fini dell'imposta sul valore aggiunto e delle imposte di registro, ipotecaria e catastale, come disciplinate, rispettivamente, dal D.P.R. n. 633/1972, dal D.P.R. n. 131/1986 e dal D.Lgs. n. 347/1990.

In relazione, ad esempio, ai trasferimenti di beni immobili strumentali, tali regole prevedono la corresponsione di un onere fiscale, per l'assolvimento delle imposte ipotecarie e catastali, pari al 4% del valore di ciascun immobile oggetto di trasferimento, creando un disincentivo all'utilizzo delle SPV 7.2 rispetto a diverse strutture di investimento quali gli OICR immobiliari.

Per i fondi immobiliari e le SICAF immobiliari, infatti, considerata la natura professionale e istituzionale dei veicoli di investimento, è prevista l'applicazione delle imposte ipotecaria e catastale ridotta alla metà - ovverosia nella misura del 2% - in fase sia di acquisto sia di vendita di beni immobili strumentali ai sensi dell'art. 35, comma 10-*ter*, del Decreto-Legge 4 luglio 2006, n. 223.

La *ratio* della disposizione prevista per gli OICR immobiliari è quella di evitare una duplicazione in capo ai fondi immobiliari e alle SICAF immobiliari delle imposte ipotecaria e catastale che sono applicate, la prima volta, in occasione dell'acquisto e, successivamente, in sede di rivendita degli immobili, trattandosi di veicoli costituiti per un periodo di tempo determinato entro il quale gli immobili acquistati sono rivenduti (cfr. Circolare Assonime n. 36/2006). Dunque, la riduzione alla metà delle imposte ipotecaria e catastale è volta a evitare una penalizzazione degli operatori professionali e istituzionali del settore immobiliare, di modo che le operazioni di compravendita dei fondi e delle SICAF immobiliari siano gravate complessivamente delle imposte ipotecaria e catastale ordinariamente dovute su una singola operazione

La medesima finalità sottende la modifica normativa proposta con riferimento alle operazioni di compravendita di immobili strumentali di cui siano parte le SPV 7.2 (come venditore o acquirente), anche al fine di evitare distorsioni sulle scelte di investimento da parte degli investitori affinché possano scegliere il veicolo di investimento che meglio si adatta alle loro esigenze, dovendo essere tale scelta neutrale per i profili fiscali. Verrebbe allineato, infatti, il trattamento fiscale ai fini delle imposte ipotecaria e catastale delle SPV 7.2 con quello dei fondi e delle SICAF immobiliari.

Inoltre, la modifica è volta ad incentivare il ricorso, nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione immobiliare, a società di gestione del risparmio in qualità di *asset manager* ai sensi delle disposizioni di cui all'articolo 7.1, comma 8, primo periodo, della Legge n. 130/1999, ancorché tale qualifica non sia richiesta dalla legge.

La misura prevede, infatti, un trattamento fiscale ridotto per le operazioni di compravendita di immobili strumentali effettuate dalle SPV 7.2 che coinvolgano un *asset manager* regolamentato (ancorché in un ruolo non necessitato dalla normativa di riferimento), così da assicurare elevati presìdi sotto il profilo regolamentare, nonché comprovate competenze professionali nella gestione e valorizzazione di *asset* immobiliari, trattandosi nella sostanza, di attività assimilabili a quelle che le società di gestione del risparmio svolgono in relazione agli OICR immobiliari gestiti.

Per quanto attiene agli impatti della proposta in oggetto sui saldi di finanza pubblica, si consideri che dal 2020 al 2023 il valore degli investimenti immobiliari effettuati da società di cartolarizzazione immobiliare *ex* art. 7.2, Legge n. 130/1999, si è attestato intorno ai 2,5 miliardi di euro circa. All'interno di tali investimenti, il valore delle transazioni in Italia su immobili commerciali (ai quali si applicherebbe la modifica in oggetto) è stato pari a 500 milioni di euro, di cui 200 nel solo anno 2023. Nel 2024 le operazioni sono stimate in circa 350 milioni di euro. Ipotizzando, dunque, che tutte le operazioni di cartolarizzazione immobiliare effettuate su cespiti commerciali nel 2024 abbiano visto coinvolta una SGR in qualità di *asset manager* del veicolo di cartolarizzazione nell'operazione, il minor gettito annuo sarebbe pari a 7 milioni di euro (4% di 350 milioni, ovvero 14 milioni, con riduzione della metà delle imposte ipotecaria e catastale). Tuttavia, si tenga in considerazione che, nel corso dell'ultimo anno, solo una minima parte di queste operazioni ha visto coinvolta una società di gestione del risparmio in qualità di asset manager.

Pertanto, il minor gettito derivanti dall'applicazione della proposta normativa è stimabile in 4 milioni di euro a decorrere dall'anno 2025. Si consideri, tuttavia, che il minor gettito sarebbe certamente controbilanciato dai maggiori investimenti in *capital expenditure* e dal maggior numero di transazioni attese sul mercato immobiliare ad opera di SPV 7.2.

Testo ricostruito

Art. 7.2 Legge 30 aprile 1999 n. 130	**Art. 7.2 *(nuova formulazione)***
2. […] *omissis*	*2. […] omissis*
	2.*bis*) Qualora il soggetto nominato ai sensi dell'articolo 7.1, comma 8, primo periodo, sia una società di gestione del risparmio autorizzata alla gestione di FIA italiani immobiliari di cui all'articolo 1, comma 1, lett. q), del decreto ministeriale 5 marzo 2015, n. 30 e successive modificazioni, per le volture catastali e le trascrizioni relative alle cessioni di beni immobili strumentali di cui all'articolo 10, primo comma, numero 8-*ter*), del decreto del Presidente della Repubblica 26 ottobre 1972, n. 633, anche

se assoggettati all'imposta sul valore aggiunto, di cui siano parti le società di cui al comma 1, le aliquote delle imposte ipotecaria e catastale sono ridotte della metà. Per far fronte ai nuovi e maggiori oneri per la finanza pubblica derivanti dall'applicazione del periodo precedente, valutati in 4 milioni a decorrere dall'anno 2025, si provvede mediante corrispondente riduzione del fondo per l'attuazione della delega fiscale di cui all'articolo 22, comma 3, secondo periodo della legge 9 agosto 2023, n. 111.

FIN DALLA SUA FONDAZIONE NEL 1997, CONFINDUSTRIA ASSOIMMOBILIARE RAPPRESENTA A LIVELLO NAZIONALE L'INTERA FILIERA DEGLI OPERATORI DEL REAL ESTATE ATTIVI IN TUTTE LE ASSET CLASS. RIUNISCE I PRINCIPALI INVESTITORI ISTITUZIONALI, COME SGR, FONDI IMMOBILIARI, SICAF, SOCIETÀ DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE QUOTATE E NON QUOTATE E REOCO, OLTRE A ISTITUTI BANCARI E COMPAGNIE ASSICURATIVE. FANNO PARTE DELL'ASSOCIAZIONE ANCHE I PIÙ IMPORTANTI DEVELOPER ITALIANI E INTERNAZIONALI, SOCIETÀ PUBBLICHE CHE GESTISCONO GRANDI PATRIMONI IMMOBILIARI, AZIENDE PROPTECH, SOCIETÀ DI INGEGNERIA E PROGETTAZIONE, NONCHÉ L'INDUSTRIA PROFESSIONALE DEI SERVIZI DI CONSULENZA AL REAL ESTATE, CHE INCLUDE ATTIVITÀ DI VALUTAZIONE DEGLI ASSET, DUE DILIGENCE, PROPERTY MANAGEMENT, INTERMEDIAZIONE, GESTIONE DEL CREDITO, SERVIZI LEGALI E FISCALI.

CONFINDUSTRIA
ASSOIMMOBILIARE

Tel. +39 06 3212271 - assoimmobiliare@assoimmobiliare.it
Via Quattro Novembre, 114 Roma - Via San Maurilio, 25 Milano
www.assoimmobiliare.it - assoimmobiliare