

# CARTOLARIZZAZIONE IMMOBILIARE

Roberto Brustia

Maggio 2025

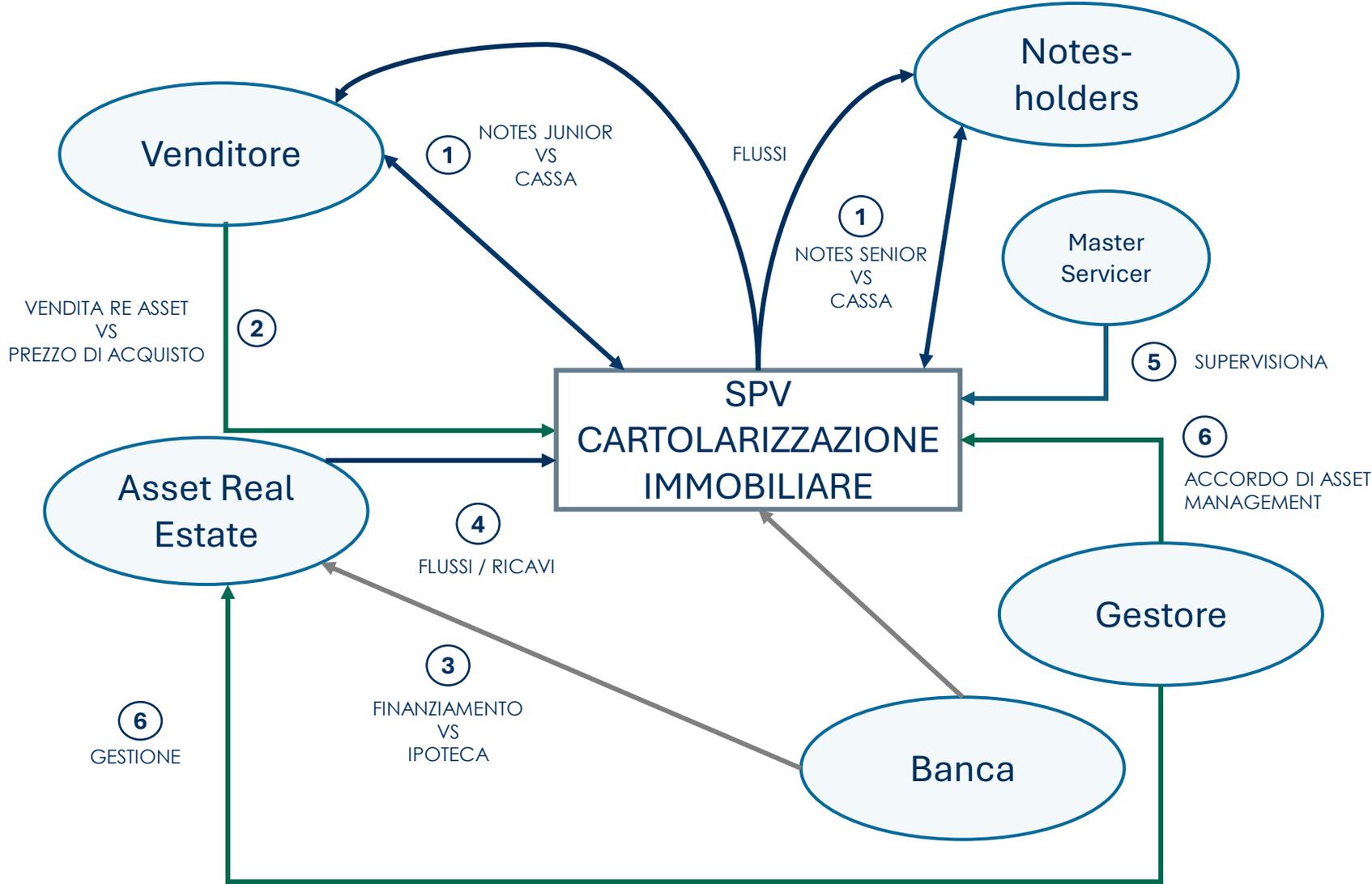


# Definizione



- La cartolarizzazione immobiliare, disciplinata dall'art. 7.2 della L.130/1999 (Legge sulle Cartolarizzazioni), è un'operazione di finanzia immobiliare per finanziarizzare i flussi derivanti da beni immobili, mobili registrati o relativi diritti, tramite una società veicolo (SPV) che li acquisisce emettendo titoli di debito (notes).
- Solo i portatori di notes o soggetti finanziatori possono vantare diritti sul patrimonio separato della SPV.
- Lo strumento consente di finanziare progetti immobiliari, senza escludere il credito bancario, configurandosi come modalità alternativa/aggiuntiva.
- La SPV è gestita da un "Master Servicer", intermediario finanziario ex art. 106 TUB, vigilato dalla Banca d'Italia, con funzioni operative (anche delegabili) e di controllo sulla regolarità dell'operazione di cartolarizzazione (funzione di garanzia).
- La gestione dei beni /diritti cartolarizzati è affidata a un "Asset Manager" dotato di adeguata competenza, che agisce nell'interesse degli investitori ed è indicato dagli stessi.

# Ipotesi di cartolarizzazione immobiliare



1. SPV emette le *notes* che sono sottoscritte dai *notes-holders*. Le *notes* possono essere emesse anche in modalità c.d. *trancing* e quindi secondo una *waterfall* prestabilita; anche il Venditore può sottoscrivere *notes junior* postergate rispetto agli altri *notes-holders*,
2. Con parte del provento della emissione delle *notes*, la SPV di cartolarizzazione acquista dal Venditore l'Asset RE;
3. La SPV finanzia lo sviluppo dell'Asset RE in parte ricorrendo al sistema bancario in parte con il restante provento della emissione delle *notes*; Il credito bancario è antergato nel rimborso alla canalizzazione dei flussi derivanti dall'Asset RE a favore dei titolari delle *notes*, in forza di un accordo intercreditorio raggiunto con i *notes-holders*;
4. Una volta rimborsato il debito bancario, pertanto, tutti i flussi/ricavi della gestione e dismissione dell'Asset RE, al netto dei costi di gestione sono destinati alla remunerazione delle *notes*, secondo una *waterfall* che anterga gli altri *notes-holders* rispetto al Venditore;
5. Il Veicolo di cartolarizzazione nomina il *master servicer* che ha il compito di supervisionare le attività di gestione e valorizzazione poste in essere dal Gestore (si veda *infra*) nell'interesse dei Portatori dei titoli;
6. La SPV di cartolarizzazione nomina il gestore dell'Asset RE, delegando allo stesso il coordinamento dello sviluppo immobiliare.

# Profili fiscali delle spv nelle cartolarizzazioni immobiliari

## PROFILI FISCALI

### 1. *Imposte Dirette*

- i. la SPV non risulta destinataria di alcun provento o interesse proprio che possa assumere rilevanza, dal punto di vista fiscale (Ires e Irap), nei singoli periodi di imposta nei quali si svolge l'operazione di cartolarizzazione. Vale quindi il regime di neutralità fiscale ai fini IRES ed IRAP (cfr. Risposta AE n. 132/2021 e CM n. 8/2003)

### 2. *Iva*

- i. la SPV 7.2 svolge, oltre all'attività di cartolarizzazione, un'attività analoga a quella delle ReoCo 7.1, ossia «un'attività complessa di gestione immobiliare rilevante ai fini IVA» ai sensi dell'articolo 3 del D.P.R. n. 633/1972 (cfr. Risposta AE n. 132/2021).
- ii. l'attività immobiliare della SPV è rilevante ai fini Iva ed è soggetta al regime ordinario delle locazioni e delle cessioni immobiliari (cfr. articolo 10, comma 1, numeri 8) e 8-ter), del D.P.R. n. 633/1972).

### 3. *Imposte Indirette*

- i. gli acquisti e le cessioni di immobili effettuati dalla SPV sono soggetti alle regole ordinarie ai fini dell'Imposta di registro e delle Imposte ipotecarie e catastali (e.g. 4% per le Ipo-catastali sugli immobili strumentali o in misura fissa di Euro 200 sugli immobili abitativi);
- ii. in relazione a finanziamenti a m/l termine, la SPV può optare per l'imposta sostitutiva dello 0,25% in luogo delle imposte d'atto ordinariamente applicabili (i.e., l'imposta di registro, l'imposta di bollo, l'imposta ipotecaria e l'imposta catastale).

# Profili fiscali dei notes-holders nelle cartolarizzazioni immobiliari

## PROVENTI

I proventi su titoli emessi dalla SPV 7.2 sono soggetti allo stesso regime fiscale dei proventi su titoli emessi da una società di cartolarizzazione di crediti, i.e., il regime fiscale di cui al D. Lgs. n. 239/1996. Il regime dei proventi si distingue a seconda che il soggetto percettore si qualifichi come «**nettista**» o «**lordista**».

### 1. **Nettisti**

- I proventi su titoli emessi dalla SPV 7.2 sono soggetti ad un'imposta sostitutiva con l'aliquota del 26%, se percepiti dai notes-holders c.d. «**nettisti**»:
  - i. le persone fisiche residenti in Italia non esercenti attività d'impresa;
  - ii. le società semplici residenti in Italia;
  - iii. gli enti non commerciali (esclusi gli OICR);
  - iv. i soggetti esenti dall'IRES (e.g. società cooperative);
  - v. i soggetti non residenti per i quali non si applicano specifiche esenzioni di cui all'articolo 6 del D.Lgs. n. 239/1996 (i.e. i soggetti residenti in Stati Black-List).
- L'imposta sostitutiva è applicata dall'intermediario residente che interviene nella riscossione (e.g. banca, SIM, fiduciaria);
- I soggetti in Stati non White-List possono applicare i Trattati contro le doppie imposizioni, con possibilità di ridurre l'aliquota del 26%. In tali casi, il soggetto non residente deve essere il «**beneficiario effettivo**» del reddito.

# Profili fiscali dei notes-holders nelle cartolarizzazioni immobiliari

## 2. Lordisti

- I proventi su titoli emessi dalla SPV 7.2 **non** sono soggetti all'imposta sostitutiva se percepiti dai notes-holders c.d. «**lordisti**»:
  - i. le società di capitali e società di persone (tranne le società semplici) residenti in Italia. A tal riguardo, vi è una differenza rispetto ai proventi, percepiti dagli stessi soggetti, in caso di distribuzione da parte di un fondo immobiliare, che sono invece soggetti a ritenuta a titolo di acconto del 26% (cfr. articolo 7 del D.L. n. 351/2001);
  - ii. le persone fisiche residenti in Italia esercenti attività d'impresa;
  - iii. gli OICR (mobiliari e immobiliari) e fondi pensione istituiti in Italia;
  - iv. i soggetti non residenti, quali:
    - a) soggetti residenti in Stati White List e che si qualificano come «**beneficiari effettivi**»;
    - b) enti o organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia;
    - c) investitori istituzionali esteri regolamentati e non, ancorché privi di soggettività tributaria, costituiti in Stati White List (cfr. Decreto ministeriale 4 settembre 1996);
    - d) Banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato (fondi sovrani).

# Profili fiscali dei notes-holders nelle cartolarizzazioni immobiliari

- I capital gain sui titoli emessi dalla SPV, pari alla differenza tra il corrispettivo della cessione e il costo di acquisto del titolo, costituiscono
  - i. per le persone fisiche o i soggetti non residenti, un «**reddito diverso di natura finanziaria**»;
  - ii. per le persone giuridiche residenti, un **provento di natura finanziaria**.
- Tali capital *gain* sono:
  - i. tassati al 26%, mediante imposta sostitutiva, in capo alle persone fisiche residenti;
  - ii. tassati al 24% ai fini Ires in capo alle società di capitali residenti;
  - iii. tassati per trasparenza in capo ai soci delle società di persone residenti;
  - iv. esenti in Italia per i soggetti residenti in Stati White-List;
  - v. tassati in base ai Trattati contro le doppie imposizioni, in capo agli altri soggetti non residenti.
- Per i capital gain imponibili, si applicano gli adempimenti:
  - i. del «**regime dichiarativo**» (cfr. articolo del D.Lgs. n. 461/1997), in cui il contribuente assolve l'onere fiscale mediante la presentazione della dichiarazione dei redditi;
  - ii. del «**risparmio amministrato**» (cfr. articolo del D.Lgs. n. 461/1997), in cui l'onere fiscale è assolto tramite l'applicazione dell'imposta sostitutiva dall'intermediario finanziario (senza che occorra presentare la dichiarazione dei redditi).

# Comparazione tra 7.2 e altri veicoli di investimento

Gli aspetti fiscali della 7.2 possono essere analizzati mediante una comparazione con i regimi applicabili alle società immobiliari e ai fondi di investimento immobiliari:

	Società di Capitali immobiliari	Fondo immobiliare/SICAF	SPV 7.2
<b>Costi Set-up</b>	Bassi	Alti	Medi
<b>Imposte dirette</b>	IRES 24% IRAP 3,9%	No IRES e IRAP per il fondo No IRES, ma applicazione IRAP per SICAF	No IRES e IRAP (salvo se residua un risultato di gestione)
<b>Distribuzione utili</b> - <b>Tassazione in capo agli investitori</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Investitore Residente: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Persona Fisica: ritenuta del 26% a titolo di imposta</li> <li>▪ Società di capitale: ritenuta esente</li> </ul> </li> <li>➤ Investitore Non Residente: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ritenuta del 26% (salvo trattamento convenzionale e applicazione esenzione per i white-list)</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Residenti: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ritenuta del 26%</li> <li>▪ Esenzione della ritenuta per fondi pensione e OIRC istituiti in Italia</li> <li>▪ Tassazione per trasparenza per soci non istituzionali di partecipazione &gt; 5%</li> </ul> </li> <li>➤ Non Residenti: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ritenuta del 26% (o minore aliquota convenzionale) sui redditi di capitale</li> <li>▪ Esente per istituzionali (es. OICR e fondi pensione) white-list</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Persona fisica residente: ritenuta a titolo di imposta al 26%</li> <li>▪ Società residente: esenzione ritenuta</li> <li>▪ Fondi di investimento: esenzione ritenuta</li> <li>▪ Soggetto residente in uno Stato white-list: esenzione ritenuta</li> <li>▪ Soggetto residente in stato non-white list: ritenuta al 26% (riducibile con Trattati contro le doppie imposizioni)</li> </ul>
<b>Acquisto immobili</b>	Regime Ordinario	Regime Ordinario – imposte ipo-catastali immobile strumentale ridotte al 50%	Regime Ordinario

# Comparazione tra 7.2 e altri veicoli di investimento

L'utilità della cartolarizzazione immobiliare può essere esaminata mediante una comparazione, anche oltre i profili fiscali, con altri strumenti:

	Società immobiliare	Fondo immobiliare/SICAF	SPV 7.2
<b>Tempi di costituzione</b>	15-20 giorni	Fondo immobiliare: 30 giorni SICAF eterogestita: 45 giorni	30 giorni
<b>Controllo diretto sul business</b>	<i>Alto</i> Il socio è il proprietario della società e potrebbe esserne anche l'amministratore	<i>Basso</i> Il detentore delle quote di un FIA è un investitore che non può interferire con l'attività gestoria	<i>Alto</i> L'interesse dei notes-holders è regolato dal contratto di cartolarizzazione
<b>Costo per le attività di gestione</b>	<i>Basso</i> Costi correnti di una società italiana	<i>Alto</i> Alta incidenza dei costi di struttura (SGR/SICAF, banca depositaria, valutatore indipendente, società di revisione, ecc.)	<i>Basso/medio</i> (la fee per il Master Servicer, i costi correnti di gestione della società e la fee per l'Asset Manager)
<b>Regime regolamentare</b>	<i>Nessuno</i>	<i>Alto</i> Il FIA e la SGR sono vigilati da Banca d'Italia e da Consob	<i>Medio</i> Il Master Servicer supervisiona le attività della SPV ed è vigilato da Banca d'Italia
<b>Segregazione patrimoniale</b>	<i>Nessuna</i> I creditori possono intraprendere azioni contro i beni della società	<i>Nessuna</i> Il FIA è responsabile esclusivamente con i propri beni per le proprie obbligazioni (non per quelle del proprio gestore)	<i>Si</i> Nessuna azione dei creditori (diversi dai <i>noteholders</i> e dai soggetti che hanno erogato i finanziamenti) è permessa sui patrimoni separati
<b>Attività di gestione</b>	<i>Svolta dagli amministratori</i> Gli amministratori sono nominati dai soci e scelgono i consulenti/fornitori coinvolti nel progetto	<i>Svolta dal gestore</i> SGR deve essere indipendente nella gestione dei beni immobili. I consulenti e i fornitori devono essere nominati in modo indipendente.	<i>Svolta dall'Asset Manager</i> L'Asset Manager è nominato dai notes-holders tramite la SPV

# Grazie



MILANO – ROMA – PADOVA – VENEZIA – MÜNCHEN

