

Affari Legali

Marchionne c'è.
C'è il suo metodo.
Efficace quanto spietato
(prima di tutto verso se stesso)
Disponibile su
www.classabbonamenti.com
e su
iBooks amazonkindle Google Play

IL PRIMO GIORNALE DEI PROFESSIONISTI DELLA GIUSTIZIA



CURE ALTERNATIVE

I medici sono responsabili due volte

Caravaglios a pag. **IV**



CENTRALE RISCHI

Segnalazione errata, cliente risarcito

Morello a pag. **V**



STATO INFORMATICA

Un difensore civico, anche per il digitale

Paolucci a pag. **VI**

Cresce l'interesse per il crowdfunding per finanziare progetti nel settore immobiliare

Il mattone diventa digitale

DI ROBERTO MILIACCA

Il cuore degli italiani continua a battere per il mattone. Sarà la crisi, sarà la generale situazione di incertezza economica, ma uno dei fenomeni che si registra è la forte crescita del numero di italiani che si stanno lanciando nella sottoscrizione on line di quote di progetti immobiliari da realizzare. Si tratta del real estate crowdfunding, sottoinsieme del crowdinvesting, che permette agli investitori di partecipare al finanziamento di un progetto immobiliare in ambito residenziale o commerciale, in cambio di una remunerazione del capitale. Un fenomeno che comincia ad avere profili economici non indifferenti: secondo un recente report dell'Osservatorio sul crowdinvesting del Politecnico di Milano, nella prima metà del 2019 erano mappate 123 piattaforme dedicate attive in tutto il mondo, 38 delle quali negli Stati Uniti, 58 in Europa e 27 in altri continenti. In Europa i leader indiscussi nel crowdinvesting sono Germania e Regno Unito che si collocano in una situazione di quasi parità con rispettivamente 393 milioni e 391 milioni di euro raccolti cumulativamente fino a fine 2018, seguiti da Svizzera e Francia con €241 milioni e €197 milioni rispettivamente. E in Italia? Il fenomeno è in espansione e tra il 2018 e il 2019 si è passati dalle 2 alle 6 piattaforme dedicate, e il giro d'affari ha superato già i 40 milioni di euro. Naturalmente, a far da leva a questo fenomeno, ci sono state le regole, fissate in sede comunitaria e nazionale, che hanno dato un po' più di chiarezza sui soggetti che possono raccogliere questi finanziamenti (che comunque restano rischiosi). Questa settimana ne parliamo ad Affari Legali con alcuni dei professionisti che seguono da vicino gli strumenti di fintech, convinti che, comunque, sia sempre necessaria una consulenza preliminare nel momento in cui si vuole aderire a un progetto.



Marchionne c'è.

C'è il suo metodo. Efficace quanto spietato
(prima di tutto verso se stesso)

MF-Milano Finanza presenta **MM-Il Metodo Marchionne**, il libro che spiega ai giovani (e non) tutti i segreti del successo manageriale del top manager che ha salvato la Fiat. Il coraggio, la spregiudicatezza e l'anticonformismo di Sergio Marchionne nei suoi discorsi pubblici e nelle testimonianze di chi lo ha conosciuto bene.

Disponibile su www.classabbonamenti.com e su

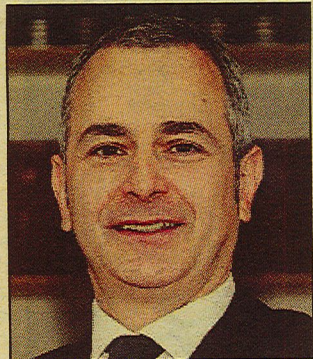


Tra gli strumenti finanziari che alimentano l'immobiliare si fa strada la raccolta online

Real estate, il crowdfunding mette in circolo 40 mln di euro

Pagine a cura di ANTONIO RANALLI

Il crowdfunding si fa largo anche nel settore immobiliare. È quanto emerge dal 4° report italiano sul *Crowdfunding* pubblicato dalla School of Management del Politecnico di Milano, che ha rivelato come, negli ultimi dodici mesi, in Italia si sia assistito a un importante e rapido sviluppo del cosiddetto crowdfunding immobiliare, che altro non è se non l'applicazione, al settore del *real estate*, di quella forma di finanziamento fondata sulla raccolta online di denaro da parte di una pluralità



Luigi Baglivo

di investitori. Questi, attraverso l'utilizzo di piattaforme web-based, scelgono di finanziare idee, imprese, organizzazioni o anche un progetto immobiliare in ambito residenziale e commerciale. Nel 2018 attraverso le piattaforme digitali sono transati oltre 10 miliardi di dollari, di cui 7,4 miliardi negli Stati Uniti, 1,75 miliardi in Europa e 1,7 miliardi nel resto del mondo. In questo contesto si mette in luce anche l'Italia, dove si registra anche una legislazione in linea con le novità del settore.

«Il crowdfunding nasce negli Stati Uniti e in Australia, per poi diffondersi anche in Europa», afferma Luigi Baglivo, partner di *Grimaldi Studio Legale*. «È una forma di finanziamento alternativa ai metodi tradizionali e possiamo confermare che si tratta di un fenomeno in crescita anche in Italia con un giro d'affari che ha superato i 40 milioni di euro annui, con specifico riferimento al real estate, oggi si contano diversi gestori di portali di equity crowdfunding immobiliare (dal 2018 al 2019 si è passati da 2 a 6 piattaforme dedicate). La prima vera normativa del crowdfunding in ambito internazionale è stata introdotta negli Stati Uniti con il «*Jumpstart Our Business Startups Act*» del 5 aprile 2012 (noto come «Jobs Act») e contenente al Titolo III la disciplina dedicata al crowdfunding. In campo comunitario, si deve rilevare che il fenomeno del crowdfunding (strumento di

raccolta fondi per un progetto o un'attività specifica, mediante un invito pubblico) non è soggetto a regolamentazione a livello europeo ed è fatto pertanto rientrare nell'ambito di applicazione di discipline già esistenti (appello al pubblico risparmio, servizi di pagamento, etc.). A questo proposito, la Commissione europea, con una comunicazione del 2018, ha adottato un «Piano d'azione per le tecnologie finanziarie», con focus anche sulle attività di crowdfunding e peer-to-peer per l'avvio di nuove imprese e per l'espansione di imprese esistenti. Tuttavia corre l'obbligo di segnalare che l'assenza di un quadro Ue comune ostacola la capacità dei fornitori di servizi di crowdfunding di crescere nel mercato unico, soprattutto a causa di approcci nazionali divergenti in materia di vigilanza e di regolamentazione. In aggiunta, la Commissione ha presentato nel 2018 una «Proposta di regolamento sui fornitori di servizi di crowdfunding per le imprese».

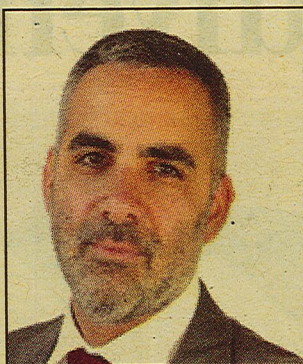
Allo stato attuale, il *real estate crowdfunding* rappresenta un ulteriore terreno di espansione di quei meccanismi di finanziamento e investimento alterna-



Maria Beatrice Gilesi

tivi rispetto ai canali tradizionali (principalmente bancari) già presenti da diversi anni sul mercato italiano. «Appare riduttivo trattare il fenomeno del crowdfunding solamente in una prospettiva unitaria e generalista», spiega Maria Beatrice Gilesi, associate di *Norton Rose Fulbright*. «Richiede invece un approccio organico in relazione alle normative «transversali», che cioè riguardano i presidi anticiclaggio, i servizi di pagamento, la tutela del consumatore e il Gdpr. Peraltro, un approccio di tipo unitario è quello sotteso alla recente iniziativa intrapresa in sede europea nell'ambito delle misure per la creazione della Capital Markets Union. La Commissione ha infatti proposto un regolamento che introduce un meccanismo di autorizzazione della piattaforma di crowdfunding e disciplina la prestazione transfrontaliera

dei servizi secondo il meccanismo del passport. Alla luce delle dimensioni e dell'importanza che il fenomeno del crowdfunding sta assumendo – testimoniato anche dall'estensione al settore immobiliare – l'iniziativa europea è certamente da guardare con favore. Non solo il gestore della piattaforma sarà in grado di offrire un servizio di intermediazione tra domanda



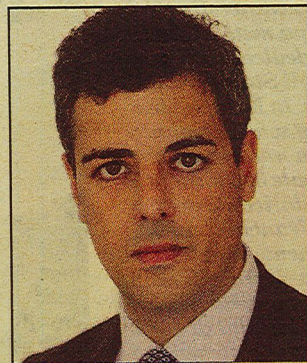
Gennaro Sposato

e offerta di finanziamento su tutto il territorio europeo, ma le iniziative economiche avranno accesso ad un maggior numero di sostenitori, anche in quei paesi dove il fenomeno è ancora poco sviluppato».

L'Italia è stato tra i primi Paesi in Europa ad essersi dotato di una normativa ad hoc e organica relativa all'«equity crowdfunding» (inclusa la raccolta di capitali per progetti immobiliari). Non esiste tuttavia una disciplina specifica per il real estate crowdfunding. «L'esperienza del crowdfunding, negli ultimi anni, ha riscosso notevoli successi anche in Italia fino a raggiungere un importo di capitale raccolto ben oltre i 200 milioni di Euro», spiega Gennaro Sposato, partner di *Rödl & Partner* Roma. «Gli sviluppi normativi che hanno interessato tale attività hanno provocato, nell'ultimo triennio, una crescita esponenziale e favorito l'ingresso, nel nostro paese, di importanti player a livello internazionale attivi sia nell'equity che nel *lending crowdfunding*, anche relativamente al settore immobiliare (tra i quali, *Housers*, *Trusters*). Mentre in un primo momento, con il cd. Decreto Crescita bis (decreto legge 179 del 2012) tale attività di raccolta di capitale – disciplinata dal regolamento Consob denominato «Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online» del 2013 – era limitata alle startup innovative, con la Legge di Bilancio 2017 la possibilità di ricorrere a tale strumento è stata estesa a tutte le pmi. L'efficacia e immediatezza che caratterizzano questa forma di investimento sta interessando

altresì iniziative immobiliari nel settore delle energie rinnovabili, che ha visto l'emersione di numerose nuove realtà anche italiane, coniugando quindi in questo modo l'interesse degli operatori di mercato verso nuove opportunità di investimento e le esigenze legate alla sostenibilità ambientale».

In Italia, la disciplina di riferimento è contenuta nel Regolamento Consob del 26 giugno 2013 n. 18592, che è stato da ultimo aggiornato con le modifiche apportate con delibera Consob n. 20264 del 17 gennaio 2018, in vigore dal 31 gennaio 2018 (Regolamento Crowdfunding), riguardante più in generale la raccolta di capitale di rischio tramite portali online. Non esiste una disciplina ad hoc per il solo crowdfunding immobiliare. «I soggetti a cui si applica il Regolamento Crowdfunding», spiega Francesco Dagnino, founding partner di *Lexia Avvocati*, «sono: l'offerente, ovvero il promotore del progetto da finanziare; gli investitori, ovvero coloro che aderiscono all'offerta investendo capitale; e il gesto-

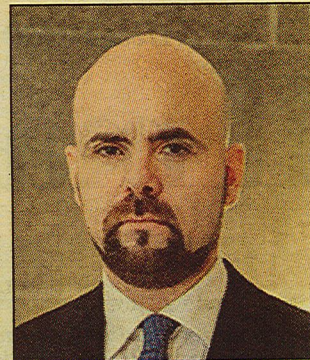


Francesco Dagnino

re del portale, frequentemente una società fintech che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali online per la raccolta di capitali di rischio ed è iscritto in un apposito registro tenuto dalla Consob. Tuttavia, i gestori di portali crowdfunding non possono costituire ai sensi della MiFid2 e della MiFir sedi di negoziazione ove il gestore dei portali online possa consentire l'incrocio (discrezionale o non discrezionale) di ordini di acquisto e vendita di strumenti finanziari, ma solo un luogo ove il pubblico degli investitori può acquistare detti strumenti. Il Regolamento Crowdfunding prevede numerose disposizioni a tutela degli investitori. Gli investitori di operazioni di crowdfunding immobiliare non acquistano immobili, ma strumenti finanziari dell'impresa offerente (principalmente azioni, quote o obbligazioni) emessi per finanziare lo sviluppo di «progetto industriali» in campo immobiliare».

Nell'ambito del Real Estate

l'utilizzo del capitale è sempre stato un tema interessante «perché come sappiamo negli anni si è passati dalla singola operazione immobiliare fatta dal singolo investitore che realizzava il proprio portafoglio



Gianluca Leotta

immobiliare, diciamo per creare un reddito «sicuro» alla propria famiglia, alla strutturazione di operazioni immobiliari complesse gestite attraverso esperti del settore attraverso la creazione di fondi specializzati per finire a forme disparate di «club deal» sotto schemi di investimento atipici strutturati attraverso la costituzione di appositi veicoli societari», spiega ad *Affari Legali* Gianluca Leotta, socio fondatore di *LR Lex*. «L'utilizzo di un'unica piattaforma che riesce in modo disciplinato e regolamentato a unire diversi investitori, tutti con la passione per il «mattoncino», attraverso lo strumento innovativo del «crowdfunding», rappresenta una naturale differenziazione rispetto ai canali tradizionali di raccolta del capitale per portare a termine operazioni immobiliari. I punti di forza del crowdfunding nel settore del Real Estate sono molteplici e sono tutti legati sicuramente da un lato, la prevalente partecipazione di investitori non professionali che decidono di partecipare ad operazioni che possono selezionare direttamente dal loro computer da casa con la possibilità di realizzare buoni rendimenti magari con immobili che richiedevano un ammontare da investire che avrebbe loro precluso l'opportunità e, dall'altro, la velocità e la semplice procedura data dal ricorso ad una piattaforma on-line in cui si verifica l'incontro tra domanda e offerta. In un mercato dominato da prodotti sofisticati e difficili da comprendere per l'investitore meno esperto il crowdfunding sembra dare molte soddisfazioni sia in termini di non correlazione tra l'andamento del mercato azionario e il prodotto sottostante nonché per la semplice possibilità di scelta della località in cui investire e la tipologia di bene, il tutto con una riduzione di costo rispetto alla sottoscrizione di un fondo. Chiaramente questo suc-

Attraverso le piattaforme digitali transitati 10 mld \$

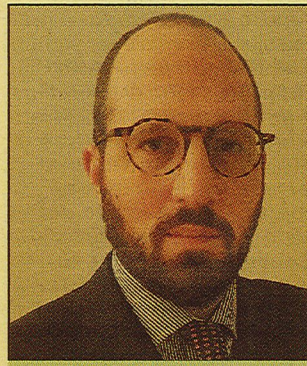


Nicla Picchi

cesso non deve far pensare che il Real Estate crowdfunding non sia rischioso perché molteplici sono le problematiche sottese a una scelta senza la corretta professionalità ed esperienza di analisi delle operazioni sottostanti».

Per **Nicla Picchi**, fondatrice e managing partner dello **studio legale Picchi** oggi «gli investitori possono fare ricorso a due diversi modelli di crowdfunding: il lending crowdfunding attraverso il quale l'investitore diviene titolare di un diritto di credito nei confronti della società che realizza il progetto immobiliare la quale, al termine dell'operazione, è pertanto tenuta a restituire all'investitore il denaro da quest'ultimo versato e a corrispondergli il tasso di interesse originariamente pattuito; e l'equity crowdfunding mediante il quale, invece, l'investitore diviene socio (in percentuale) della società che effettua l'operazione, e ne partecipa alla distribuzione degli utili».

Il fenomeno del real estate in Italia è stato vivace negli ultimi 12 mesi. Se fino all'anno scorso erano pochi in Italia i portali attivi nella raccolta di capitali tra il pubblico al fine di investirli in progetti immobiliari, oggi il numero di entità autorizzate è sicuramente più elevato. «Questi portali, pur essendo simili,

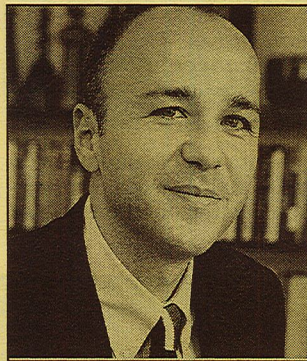


Michele Odello

differiscono tra di loro in termini di modelli di business e opportunità di investimento. In particolare, ci sono due tipi di crowdfunding immobiliare: equity e lending. Nel lending crowdfunding l'investitore diventa titolare di un diritto di credito, mentre nell'equity crowdfunding si comprano le quote della società che realizzerà il progetto immobiliare», spiega **Michele Odello**, partner dello studio legale **Dentons**. «Con riferimento alla regolamentazione delle due tipologie di portali, in Italia c'è una normativa

organica solo per il fenomeno dell'equity crowdfunding: questa normativa, in deroga alla disciplina sulle offerte pubbliche di sottoscrizione introdotta dal Decreto Crescita 2.0, concedeva inizialmente la possibilità di acquisire capitali tramite crowdfunding solo alle imprese con la qualifica di startup innovativa. Successivamente, questa possibilità è stata estesa, attraverso altri provvedimenti legislativi, prima alle pmi innovative e poi anche a organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr) e alle società che investono prevalentemente in startup e pmi innovative».

Per quanto riguarda invece il modello di «lending crowdfunding» «non si ha una normativa specifica caratterizzata da elementi di organicità», aggiunge **Gabriele Prenna**, dello studio **Edoardo Ricci & Associati**. «Si ha quindi uno sviluppo regolamentare che ha seguito l'evolversi del mercato e le iniziative dei primi operatori nel settore in Italia, che inizialmente fu-



Gabriele Prenna

rono autorizzati ad operare da Banca d'Italia come intermediari finanziari ai sensi art. 106 del Tub. Con l'attuazione della Direttiva europea 2007/64/EC (dl n. 11/2010) Banca d'Italia fu in grado di definire meglio il fenomeno, inserendo così le piattaforme di lending crowdfunding nell'ambito degli istituti di pagamento, di cui all'art. 114-septies del Tub. In questo modo si dava la possibilità di ingresso a una nuova categoria di soggetti non necessariamente legati al settore finanziario. Alla fine del 2016 la delibera n. 584 di Banca d'Italia ha emanato nuove disposizioni in materia di raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche identificando il modello del «lending based crowdfunding» come modello di finanziamento da parte di una pluralità di prestatori privati».

Interessante anche l'aspetto fiscale. «Per il modello lending la disciplina fiscale positiva è stata introdotta con la legge 205/2017: il soggetto che finanzia il progetto acquisisce un diritto di credito verso la pmi e l'interesse è soggetto a ritenuta del 26%, a titolo d'acconto o d'imposta a seconda della natura del percettore», spiega **Marco Abramo Lanza**, partner dello studio legale e tributario **Biscozzi Nobili Piazza**. «Nel modello equity, al contrario, la norma specifica manca, e dovrebbero applicarsi

i principi generali: l'investitore, che per il tramite della piattaforma digitale acquista una partecipazione nella società pmi immobiliare, assoggetta gli utili percepiti alla ritenuta del 26% in caso di percettore persona fisica, ovvero fa concorrere al proprio imponibile negli altri casi (per i soggetti Ires che operano in regime d'impresa, limitatamente al 5% del relativo ammontare). La ritenuta del 26% dovrebbe venir applicata o dalla pmi o comunque dalla piattaforma digitale (essendo un soggetto ex art. 23, dpr 600/1973). In caso di cessione



Marco Abramo Lanza

della quota nella pmi, effettuata sempre tramite la piattaforma digitale, il capital gain del socio persona fisica dovrebbe scontare l'imposta sostitutiva del 26%, mentre la plusvalenza realizzata nell'ambito del regime di impresa, in presenza dei requisiti di cui all'art. 87 del Tuir, potrà godere o meno del regime Pex di esenzione a seconda dell'attività in concreto svolta dalla pmi. Da quest'ultima considerazione emerge peraltro che nonostante la peculiarità del crowdfunding (il cui paradigma prevede un'interfaccia esclusiva con la piattaforma digitale), l'investitore debba comunque trarre contezza della natura dell'investimento sottostante».

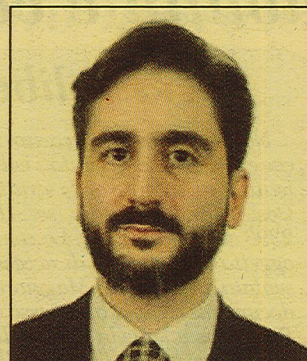
«Sebbene in Italia il fenomeno dell'equity crowdfunding immobiliare sia ancora agli albori già si possono registrare alcune storie di successo e certamente



Giulia Comparini

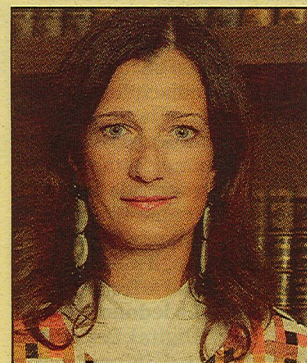
tale nuova forma di investimento è destinata a dare vita ad una nuova fase del mercato immobiliare. La possibilità di utilizzare capitali di importo contenuto e l'utilizzo di gestori professionali consentono di convogliare denaro nel mercato immobiliare con un impatto positivo per l'economia nel suo complesso», dice **Giulia Comparini**, partner di **Cocuzza & Associati**.

Quanto al debt crowdfunding «trattandosi di una novità si attende di vederne a breve gli sviluppi», spiega **Giuseppe Serrano** del Real Estate Team



Giuseppe Serrano

di **Cba**. «Un esame complessivo delle proposte presenti sui vari portali esistenti rivela che la richiesta di finanziamento non supera di solito il milione di euro, a fronte di un Roi annuo compreso tra il 7% e il 15%, liquidato entro 24-36 mesi dall'investimento, nel caso di equity crowdfunding, o entro 6-18, nel caso di lending crowdfunding. Si tratta ovviamente di investimenti non garantiti che presentano potenziali rischi di illiquidità. Tuttavia, la possibilità per un investitore di ottenere simili rendimenti, diversificando rispetto ad altri investimenti, appare interessante soprattutto in un periodo di tassi negativi. La maggiore conoscenza di tale opportunità di investimento da parte degli investitori dovrebbe determinare nel medio periodo un incremento delle masse

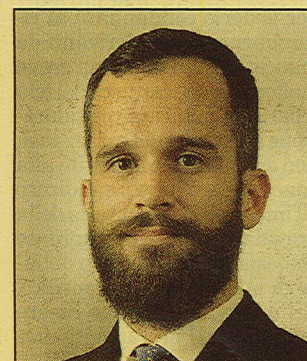


Emanuela Molinaro

raccolte, con effetti benefici sul sistema delle pmi, ancora oggi caposaldo del mercato immobiliare italiano. Più difficile immaginare – allo stato – che questo canale possa veicolare iniziative di maggiori dimensioni da parte di investitori istituzionali. Peraltro, l'inevitabile interazione tra la normativa sul crowdfunding e quella in materia di gestione collettiva del risparmio suggerisce particolare cautela».

Il fenomeno del crowdfunding immobiliare è un fenomeno inespugnabilmente in ascesa negli ultimi anni. «È certamente fuori di dubbio che questa forma di investimento incroci l'interesse di un'ampia gamma di investitori», prosegue **Emanuela Molinaro**, partner responsabile del dipartimento Real Estate di **Orrick**, «grazie a tassi di rendimento che possono attestarsi anche attorno al 10%, il target di

raccolta nel settore immobiliare dovrebbe raggiungere quota 30 milioni entro giugno 2020. Accanto all'investitore professionale, il crowdfunding immobiliare ha attirato l'attenzione dell'investitore retail, che può accedere a questa forma di investimento con ticket di ingresso relativamente bassi. A questi investitori infatti è imposto un «percorso di investimento consapevole» che prevede specifici obblighi di informazione volti a far sì che l'investitore-risparmiatore possa comprendere appieno le caratteristiche dell'investimento che si accinge a compiere e dei rischi ad esso inerenti, nonché altresì dei meccanismi a sua tutela, quali ad esempio il diritto di recesso, configurato quale vero e proprio «diritto di pentimento», e il diritto di revoca in fase di adesione all'offerta, insieme ad altri presidi di na-



Alberto Claretta Alessandri

tura societaria operanti in fasi successive al perfezionamento dell'operazione».

Il fenomeno del real estate crowdfunding cresce così velocemente che, nella sua versione «plain vanilla», potrebbe essere presto sorpassato dal real estate asset tokenisation, sebbene ancora in fase embrionale. «Trattasi, in breve, della convergenza tra la conversione dei diritti di un bene (immobile) in token digitali e l'utilizzo della tecnologia blockchain», conclude **Alberto Claretta Alessandri**, senior associate del Team Regulatory di **Clifford Chance**. «In termini più generali, gli sviluppi di questi trend sono legati a doppio filo all'assenza o alla frammentata e disomogenea presenza di normative primarie e secondarie sul punto, che spesso si presentano come «normative di emergenza», adottate per assecondare spesso timori improvvisi. Questa tecnica legislativa combinata ad alcuni rischi intrinseci a questi strumenti - quali l'opacità sui progetti real estate presentati, scarsa o inesistente liquidità del prodotto offerto e ampi conflitti di interesse, - è una miscela oggi (ancora troppo) critica per essere trattata, senza le opportune precauzioni, da una clientela non così sofisticata, quale tendenzialmente è quella retail».

— Riproduzione riservata —

Supplemento a cura di **ROBERTO MILIACCA**
 rmiliacca@italiaoggi.it
 e **GIANNI MACHEDA**
 gmacheda@italiaoggi.it