

EL CROWDFUNDING COMO HERRAMIENTA DE FINANCIACIÓN INMOBILIARIA: REALIDADES Y PROBLEMAS*

María Goñi Rodríguez de Almeida

Profesora de Derecho Civil
Universidad Francisco de Vitoria

TITLE: *Crowdfunding as a real estate financing tool: realities and problems*

RESUMEN: En este trabajo vamos a examinar una nueva forma de financiación o inversión en el mercado inmobiliario, y de las operaciones patrimoniales inmobiliarias que en el mismo se generan, como es el crowdfunding: sistema de financiación colectiva o participativa. Se trata de un tipo especial de crowdfunding, con características propias que suscita interrogantes jurídicos y problemas todavía sin resolver por lo novedoso de su regulación y su reciente aparición en el escenario inmobiliario. Pretendemos en este trabajo delimitar el concepto restringido de crowdfunding inmobiliario, y examinar, con respecto a él, sus principales características, ventajas y riesgos para el inversor, para concluir si se trata de una forma de financiación inmobiliaria realmente alternativa a las tradicionales o por el contrario todavía no puede sustituirlas, por los interrogantes legales que todavía plantea que pueden generar inseguridad jurídica para el crédito territorial.

ABSTRACT: *In this paper, we are going to examine a new form of financing or investment in the real estate market, and of the real estate patrimonial operations that are generated in it, as crowdfunding is: collective or participatory financing system. It is a special type of crowdfunding, with its own characteristics that raises legal questions and problems still unresolved due to the novelty of its regulation and its recent appearance on the real estate scene. In this paper, we intend to define the restricted concept of real estate crowdfunding, and examine its main characteristics, advantages and risks for the investor, to conclude if it is a form of real estate financing that is really alternative to traditional ones or it still cannot replace them though, due to the legal questions that it still raises that may generate legal insecurity for land loans.*

PALABRAS CLAVE: crowdfunding, mercado inmobiliario, financiación, plataformas intermediarias.

KEY WORDS: *crowdfunding, real estate market, financing, intermediary platforms*

SUMARIO: 1. LA FINANCIACIÓN INMOBILIARIA. 1.1. *Panorama general sobre el Mercado inmobiliario.* 1.2. *Fuentes de financiación tradicionales del mercado inmobiliario.* 2. EL CROWDFUNDING COMO REALIDAD DE LA ECONOMÍA COLABORATIVA. 2.1. *Economía colaborativa: características.* 2.2. *Crowdfunding: concepto, evolución y regulación.* 2.3. *Plataformas de Financiación Participativa (PFP) y crowdfunding.* 3. CROWDFUNDING INMOBILIARIO. 3.1. *Concepto, origen e importancia actual.* 3.2. *Características y distinción de otras figuras.* 3.3. *Tipos de crowdfunding inmobiliario: hacia el concepto estricto del crowdfunding inmobiliario.* 3.3.1. *Crowdfunding inmobiliario no financiero: de donación y de recompensa.* 3.3.2. *Crowdfunding inmobiliario financiero, indirecto e intermediado: el crowdfunding inmobiliario en sentido estricto.* 3.4. *Ventajas e inconvenientes del crowdfunding inmobiliario.* 3.4.1. *Ventajas.* 3.4.2. *Inconvenientes.* 4. REVISIÓN CRÍTICA DEL CROWDLENDING Y EQUITY CROWDFUNDING INMOBILIARIO. 4.1.

* Este trabajo se ha realizado dentro del proyecto de investigación "Tutela de consumidores y clientes de servicios FinTech", (DER 2017-83321-P), financiado por el Ministerio de Economía y Competitividad, y dirigido por Matilde Cuenca Casas.

Crowdlending: funcionamiento y problemas. 4.2. Equity Crowdlending: funcionamiento y problemas. 4.3. Protección e información al inversor y prestamista como solución a los problemas descritos: revisión crítica. 5. CONCLUSIONES. BIBLIOGRAFÍA.

1. LA FINANCIACIÓN INMOBILIARIA

1.1. *Panorama general sobre el Mercado inmobiliario*

El mercado inmobiliario suele ser un importante factor en el desarrollo económico de un país, pues engloba una serie de sectores, como son el de la construcción y el financiero, con un peso elevado en cualquier economía. Del mismo modo, las operaciones patrimoniales de carácter inmobiliario, que se desarrollan en él desempeñan una función económica, familiar y social de primer orden. Entendidas como aquellas que tienen por objeto la administración (alquiler o rehabilitación) o disposición (principalmente venta) de un inmueble, así como su construcción y financiación, constituyen, especialmente en nuestro país, uno de los factores de progreso social y de crecimiento más importantes.

Desde el punto de vista económico, el sector de la construcción ha representado históricamente en España entre el 7 y 10 por ciento del valor añadido bruto (VAB) total, entre el 7 y 13 por ciento del empleo y en torno al 60 por ciento de la formación bruta de capital fijo¹, y los sectores implicados en el mismo representan en torno al 10 % de nuestro Producto Interior Bruto (PIB)².

De igual forma, tal y como recoge la Estadística Registral Inmobiliaria (ERI) para 2019, en los últimos 30 años, la evolución del mercado inmobiliario ha llevado «a que los bienes inmuebles representen la mayor parte del patrimonio económico de las familias, así como que la financiación garantizada por el valor de los mismos haya constituido más del 50 por ciento del saldo vivo de los créditos otorgados por las entidades financieras en determinados periodos»³.

Sin embargo, los datos respecto a la contratación inmobiliaria en España han cambiado en 2019, donde se inició un descenso en el último trimestre que, en 2020 y como consecuencia del cese de actividad decretado por el estado de alarma decretado por el Covid, se ha convertido en caída libre. De este modo, y en el 2019, el número de compraventas de vivienda ha registrado su tercer descenso trimestral consecutivo en 2019, con una reducción del -4,21%, alcanzando las 117.387 compraventas en el último

¹ Según recoge el Índice Registral de Actividad Inmobiliaria (IRAI), 2019, del Colegio de Registradores de España. <http://www.registradores.org/portal-estadistico-registral/irai/>. [Consulta: 25 septiembre 2019].

² El sector inmobiliario, excluyendo la construcción, que en los últimos años (2014-18) ha experimentado una subida del 34%, después de la crisis de 2008. Véase en Instituto Nacional de Estadística. Disponible en <https://www.ine.es/dyngs/INEbase/listaoperaciones.htm>. [Consulta: 20 marzo 2020]

³ Véase Estadística Registral Inmobiliaria (ERI) 2019, del Colegio de Registradores. Disponible en <http://www.registradores.org/portal-estadistico-registral/estadisticas-de-propiedad/estadistica-registral-inmobiliaria/>. [Consulta: 25 septiembre 2019].

trimestre. En vivienda nueva se han registrado 21.902 compraventas, con un crecimiento del 3,78%, y en vivienda usada 95.485 compraventas, con una reducción del -5,87%. Con respecto al mismo trimestre de 2018 el descenso interanual ha sido del -2,34%. El endeudamiento hipotecario se ha mantenido en rangos muy similares al año pasado, creciendo el endeudamiento por vivienda un 1,51% en el último trimestre de 2019, registrando un importe medio de 130.310 €⁴.

Pero, ya a partir de abril 2020 se produce casi una paralización inmobiliaria como consecuencia de la pandemia. Abril 2020 ha sido un mes negro para el sector de la vivienda usada donde no se han realizado operaciones (este sector representa entre el 75% y el 80% de las compraventas de vivienda en España), y también para la venta de obra nueva por la paralización del sector de la construcción durante el periodo de 15 días en el estado de alerta. Para retornar las cifras normales del sector, los españoles deberían firmar alrededor de 42.000 unidades al mes, y esa recuperación en los meses siguientes parece muy improbable y todavía no ha alcanzado los niveles anteriores a la crisis sanitaria, empezando a recuperarse a partir de junio-julio, considerando los expertos del sector que no se volverá a esa cifra hasta fin de año o 20215.

En cualquier caso, y a pesar de estos últimos datos, la importancia de las operaciones patrimoniales inmobiliarias radica en el alto valor de los bienes a los que afecta —que puede servir para recuperar la inversión realizada mediante su venta en caso de fracasar esta—, en su reconocibilidad en el tráfico, en la variedad de formas de obtener rentabilidad del inmueble —a través del alquiler, o de su reventa—, y en la función personal, familiar y social que muchos de ellos desempeñan. Todo ello les hace objetos únicos en el tráfico y merecedores de un sistema especial de control y garantías que den soporte y seguridad jurídica a los actos destinados a su administración, disposición y financiación, siendo el mercado inmobiliario destinatario primordial de la inversión, en general, por las especiales características que se acaban de poner de relieve. No cabe duda, de que el sector inmobiliario, fundamental en nuestra economía y en cualquier otra, necesita vías de financiación solventes para poder seguir desarrollándose y generando riqueza, vivienda e infraestructuras.

⁴ Estadística Registral Inmobiliaria (ERI), cuarto trimestre 2019. Disponible en https://www.registradores.org/documents/33383/148210/ERI_4T_2019.pdf/1399a583-1d16-a1aa-ce29-71847ea17a79?t=1581507823547.

⁵ Sobre estos datos, véase AUCAL BUSINESS SCHOOL, en <https://www.noticiasinmobiliaria.com/crisis-en-el-sector-inmobiliario-compraventas-de-viviendas-bajan-debido-al-covid-19/>.

Recoge a su vez las opiniones de los expertos expresadas en:

<https://elpais.com/economia/negocio/2020-03-27/el-mercado-de-la-vivienda-se-queda-sin-clientes.html>

https://www.elespanol.com/invertia/observatorios/vivienda/20200402/sector-inmobiliario-da-perdida-compraventa-viviendas/479203219_0.html

<https://www.idealista.com/news/inmobiliario/vivienda/2020/04/01/781497-sociedad-de-tasacion-la-compraventa-de-viviendas-no-se-recuperara-hasta-finales-de>

En este último aspecto se centra este trabajo que pretende poner de relieve las dificultades y problemas jurídicos que esta genera —la financiación— cuando se realiza a través de plataformas electrónicas en un entorno virtual y colaborativo, por medio del *crowdfunding*. Para ello, analizaremos, qué entendemos por *crowdfunding* inmobiliario en sentido estricto, cuáles son sus características, ventajas y riesgos, para tratar de concluir si se trata de una fuente de financiación realmente alternativa a las tradicionales; pero, antes y para ello, nos detendremos en el examen somero de las principales y tradicionales formas de financiación de este mercado, con el fin de poder compararlas.

1.2. Fuentes de financiación tradicionales del mercado inmobiliario

Debido a la importancia que el sector inmobiliario adquiere a todos los niveles —económico, social y familiar—, las formas de financiarlo se convierten, igualmente, en asuntos primordiales en cualquier país, y desde el punto de vista jurídico se hace necesario construir un marco jurídico transparente que las regule y que aporte garantías suficientes para dicha financiación.

Las operaciones inmobiliarias, compra, construcción, promoción, explotación o rehabilitación de los inmuebles, debido al elevado precio de los bienes sobre los que recaen, son caras, y el promotor, constructor o adquirente de los bienes, necesita recursos para financiar dichas operaciones. Tradicionalmente, podemos decir que las fuentes típicas de financiación de las operaciones inmobiliarias han sido clasificadas en internas o externas, según se empleen para esa financiación recursos propios (*equity*) donde los propios accionistas invierten en los inmuebles, o ajenos, acudiendo a terceros que financien las operaciones, prestamistas o inversores (deuda)⁶, cuando hablamos de un promotor/constructor/gestor persona jurídica, pudiendo hacer el mismo paralelismo pero más sencillo para los particulares que, o bien disponen de recursos suficientes para pagar el inmueble, o bien recurren a personas ajenas para obtener dichos recursos.

Igualmente, podemos distinguir entre las fuentes tradicionales de financiación y los nuevos sistemas que, generalmente, coinciden con la financiación bancaria (que supone —hasta ahora— en torno al 80% de la financiación inmobiliaria total)⁷, y otros modelos de inversión inmobiliaria.

De este modo, y teniendo en cuenta las clasificaciones apuntadas, podemos distinguir como fuentes tradicionales de financiación inmobiliaria las siguientes:

⁶ Véase MOLINA, Eugenio, «Unas nociones sobre fuentes de financiación inmobiliaria», Conferencia en CEU, octubre 2018. Disponible en <https://www.ceuiam.com/business-school/nociones-sobre-fuentes-de-financiacion-inmobiliaria--post>. [Consulta: 22 octubre 2019].

⁷ «Guía Práctica de la Financiación Inmobiliaria», Inmoley.com, p. 18. Disponible en <https://www.inmoley.com/CURSOS-LIBRERIA/CURSOS-LIBROS-FINANCIACION-INMOBILIARIA.html>. [Consulta: 16 diciembre 2019].

a) Préstamo garantizado con hipoteca.

Normalmente se trata de una fuente de financiación bancaria, externa, en virtud de la cual la entidad financiera otorga un préstamo garantizado con un derecho real de hipoteca sobre el bien inmueble que se pretende adquirir, construir, promover, rehabilitar o explotar.

Esta ha sido la principal fuente de financiación inmobiliaria en España, por la seguridad que otorga la garantía hipotecaria al acreedor en el cobro de los capitales prestados, debido a su rápida ejecución y a su inscripción constitutiva en el Registro de la propiedad⁸.

Sin embargo, en los últimos años, la hipoteca ha sufrido un cambio importante, perdiendo parte de su efectividad, debido a la existencia de múltiples —y cada vez más— cláusulas abusivas en el contrato de préstamo hipotecario, contratado por un particular (consumidor), que conducen a la nulidad de la cláusula y el sobreseimiento del procedimiento de ejecución en muchos casos, impidiendo entonces la realización de valor propia de la garantía hipotecaria y, en consecuencia, su función de aseguramiento del préstamo⁹. Todo ello conduce a que nos cuestionemos si ello influirá en el futuro en la contratación hipotecaria en España, por su menor seguridad, y encarecimiento de los préstamos bancarios¹⁰.

El préstamo hipotecario también ha sido tradicionalmente la figura más utilizada para la financiación inmobiliaria para profesionales, promotores, a través del préstamo promotor.

Este préstamo también garantizado con hipoteca se otorga solo a promotores (personas jurídicas, cuya actividad principal es la construcción y promoción), cuyo importe se calcula sobre un porcentaje del valor de tasación o venta del proyecto inmobiliario que se financia, cuando termine la obra en cuestión. Tiene dos fases diferenciadas: la primera, fase construcción o carencia, donde se adelanta un dinero al promotor para la construcción, disponiendo del mismo, y pagando solo los intereses (2 o 3 años), y la segunda, fase compradora, o de amortización, en la que se financia a los

⁸ Sobre este asunto, y los cambios que está sufriendo la hipoteca como garantía efectiva, véase mi parecer en GOÑI RODRÍGUEZ DE ALMEIDA, María, «La efectividad de la hipoteca en evidente detrimento», *Revista Crítica Derecho Inmobiliario*, Nº 762, julio-agosto, 2017, pp. 2006-2024.

⁹ Esto es así, consecuencia de las resoluciones judiciales que se han seguido tanto en Europa como en España, a raíz de la Sentencia del Tribunal de Justicia Unión Europea TJUE), de 14 de marzo de 2013 (Caso Aziz), que han culminado con una serie de reformas legales importantes, que pretenden proteger al deudor-consumidor; entre ellas la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de protección al deudor hipotecario, o ley anti desahucios de 2013, y la más reciente Ley 5/2019, de 15 de marzo, Reguladora del Contrato de Crédito Inmobiliario.

¹⁰ Como de hecho, parece que está ocurriendo pues la cifra de contratación de hipotecas en España en agosto 2020 facilitada por el INE, probablemente incrementado por las consecuencias del Covid, ha sufrido una variación de -3,24% respecto al año anterior.

compradores finales de las viviendas resultantes del proyecto, que se subrogan en el préstamo inicialmente concedido al constructor. Ese préstamo inicial suele estar garantizado con hipoteca, en la que también se produce esa subrogación de los compradores (personas físicas), produciéndose la misma situación antes descrita de la pérdida de efectividad de la garantía hipotecaria.

A las entidades financieras, realmente, les interesa el cliente final en el préstamo promotor, y hacen depender su concesión de la viabilidad del proyecto, con preventas reales; la demora en concesión de estos préstamos es entre 12-18 meses, con el perjuicio que eso supone para el promotor que debe adelantar dinero e iniciar por su cuenta la obra. Todo ello influye en la cada vez más difícil concesión de estos préstamos.

b) *Leasing* y *Lease-back* inmobiliario. Son los tradicionales arrendamientos financieros aplicados a los inmuebles. Son sistemas de financiación externos, y pueden ser bancarios o no, según la entidad que ofrezca el leasing.

A través del *leasing*, la empresa arrienda un inmueble a la empresa de *leasing* con opción de compra, de forma que al final del plazo establecido, puede devolver el bien, o adquirirlo por un precio residual. La empresa inmobiliaria tiene el uso, posesión y facultades de explotación del bien inmueble arrendado, a cambio del pago de la renta, pudiendo llegar a adquirir la propiedad del mismo al finalizar el periodo, por un precio bajo. Es una forma típica de financiación a plazos que permite la utilización del inmueble mientras se va pagando.

El *lease-back* es una modalidad de arrendamiento financiero, en el que la empresa propietaria del bien inmueble lo vende bien a una entidad financiera, bien a la empresa de *leasing*, que se lo alquilan durante un periodo de tiempo para su uso y explotación. Al cabo de ese tiempo, el arrendatario puede volver a adquirir de nuevo la propiedad del bien que vendió, que ha venido utilizando, y por el que recibió un dinero (financiación) que ha ido devolviendo a través de la renta.

c) Préstamo sindicado. Sistema de financiación externo, bancario, en virtud del cual, y debido al elevado importe del capital prestado, son varios los bancos prestamistas en dicha operación. Muy frecuente en operaciones inmobiliarias, porque, como ya hemos dicho, estos bienes tienen un elevado valor y suponen un mayor riesgo que una entidad financiera no puede, o no está dispuesta, a adquirir en solitario. Para ello, se produce un acuerdo entre la entidad financiera inicial o agente, y otras entidades financieras que se unen al préstamo. Es una forma de obtener altas financiaciones repartiendo el riesgo.

d) Otros mecanismos clásicos de financiación inmobiliaria externa son la ampliación de capital, con suscripción de acciones o participaciones o la emisión de obligaciones, que suponen la entrada de mayor capital a la empresa, y aunque no financian un proyecto o inmueble concreto, les permiten abordar su desarrollo.

Más recientemente, surgieron otras fórmulas para financiar operaciones inmobiliarias, que son ya muy utilizadas, como pueden ser:

e) Póliza de crédito: otro método de financiación externa y bancaria, donde la entidad pone a disposición del constructor/promotor/persona física, instrumentado a través de cuenta corriente, una cantidad de dinero; se abre a su favor una línea de financiación por un importe máximo. El interesado puede disponer de las cantidades que necesite a su voluntad, devengando únicamente intereses por las cantidades dispuestas. Al finalizar el periodo se liquidará la cuenta corriente, y se comprobará el saldo resultante de la misma, debiendo devolverse únicamente lo dispuesto en su caso. Se diferencia netamente del préstamo en que en este se concede y entrega una cantidad al deudor, que debe devolver en su integridad al acabar el plazo establecido; mientras que en la póliza de crédito no se hace efectiva dicha entrega, sino que se pone a su disposición un límite en cuenta corriente, y solo habrá que devolver aquello de lo que se haya dispuesto.

f) *Project Finance*: se trata de una modalidad más reciente de financiación, externa, bancaria, para financiación de grandes proyectos, de infraestructuras, o tecnológicos, a largo plazo, en virtud de la cual, la empresa constructora o promotora (que solicita la financiación) constituye una nueva sociedad *ad hoc* encargada de la realización y gestión de un proyecto inmobiliario determinado. Ese proyecto es analizado por la entidad financiera con rigor, ya que es el propio proyecto —sus activos— la garantía de la financiación que se concede a la empresa; de forma que son, ese proyecto y esa nueva sociedad, los únicos que responden de las deudas y préstamo concedido. La financiación se calcula y concede en base a la predictibilidad del éxito del proyecto, de sus futuros flujos de caja, basados en sus futuros clientes, contratos, etc.

De este modo, si el proyecto es viable y va bien, la entidad financiera cobrará su préstamo directamente de los beneficios, rentas, dividendos o activos que proporciona. Y si el proyecto fracasa, la entidad financiera no podrá reclamar frente a la empresa inicial que constituyó la nueva entidad del proyecto.

g) SOCIMIS: Sociedades anónimas Cotizadas de Inversión en Mercado Inmobiliario; se trata de sociedades de inversión inmobiliaria que adquieren, promueven o rehabilitan inmuebles urbanos para su posterior arrendamiento, o bien como forma de participación en el capital de otras SOCIMIS.

Son, por tanto, sociedades que cotizan en bolsa, y cuya actividad es, precisamente, la promoción inmobiliaria para el arrendamiento, debiendo tener en cartera los inmuebles, al menos durante 3 años en arrendamiento antes de su venta, o 7 si se trata de promociones propias. Están reguladas en la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, reformada por la Ley 16/2012, de 27 de diciembre. Gozan de ventajas fiscales, y son en general muy rentables. Es por tanto un sistema de financiación interno, no bancario, y de reciente aparición en el panorama español.

h) También como sistemas de financiación más recientes nos encontramos con la posibilidad de la titulización hipotecaria, donde se agrupa el valor de los préstamos hipotecarios, sobre el que el acreedor emite títulos (bonos, cédulas o participaciones hipotecarios), para vender en el mercado financiero y obtener liquidez, ofreciendo como garantía esos mismos préstamos con aseguramiento real en el inmueble. Existen también numerosos Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII), por tanto, instrumentos de inversión colectiva, donde se invierte en la adquisición de activos inmobiliarios para su arrendamiento.

Todas estas fuentes de financiación inmobiliaria son una realidad en España¹¹, y en la mayoría de los países —con sus variantes—, pero junto a ellas, han surgido en los últimos años nuevas formas de financiación innovadoras, que escapan a la rígida regulación de las tradicionales, y ofrecen vías alternativas (a veces con mayor riesgo), que dan solución a esas empresas o personas que no pueden acceder fácilmente a las fuentes tradicionales por no cumplir los requisitos de solvencia, garantías, etc. Entre ellas, destacan las figuras de los *business angels* (personas físicas que invierten su dinero en una empresa emergente a cambio de participación en la misma), el *venture capital* (fondos de inversiones en *startups* a cambio de participación en capital), la financiación *mezzanine* (sistema híbrido de financiación entre la deuda y la inversión de capital, mediante deuda subordinada y a largo plazo) y, por supuesto, con gran fuerza la financiación participativa o *crowdfunding*, objeto de este trabajo.

El *crowdfunding*, como ahora veremos, es un producto de la economía colaborativa, y ha tenido un importantísimo auge gracias al desarrollo de la denominada “economía de las plataformas”, pues gracias a este nuevo medio electrónico se ha hecho posible su difusión a gran escala entre los inversores.

2. EL CROWDFUNDING COMO REALIDAD DE LA ECONOMÍA COLABORATIVA

2.1. Economía colaborativa: características

El *crowdfunding* o financiación participativa o colectiva supone una nueva forma de financiación entre particulares, a través de plataformas en línea, mediante las aportaciones individuales de una masa de inversores que deciden apoyar un determinado proyecto reclamado por el promotor. Las plataformas en línea conectan a aquellas personas que necesitan dinero o financiación para un proyecto determinado con una multitud de posibles inversores, prestamistas o donantes que les proporcionan la financiación demandada.

¹¹ Sobre las fuentes de financiación inmobiliaria en España, véase ESCRICHE PÉREZ, Jordi, «Financiación Inmobiliaria», *Modulo 2 sobre Financiación y Promoción Inmobiliaria*, UOC, 2012. Disponible en http://openaccess.uoc.edu/webapps/o2/bitstream/10609/55681/3/Promoci%C3%B3n%20y%20financiaci%C3%B3n%20inmobiliaria_M%C3%B3dulo2_Financiaci%C3%B3n%20inmobiliaria.pdf. [Consulta: 12 enero 2020]

Este nuevo tipo de financiación en masa ha crecido muchísimo en los últimos años, y solo ha sido posible gracias al papel de las plataformas electrónicas que lo facilitan y que, en su mayoría, son plataformas de financiación participativa o PFF¹². Las plataformas de financiación participativa facilitan el contacto entre los promotores (personas que buscan financiación) y los financiadores o inversores (personas que realizan aportaciones para financiar ese proyecto), en terminología de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial (a partir de ahora, LFFE).

Tres son, por tanto, los sujetos intervinientes en esta forma de financiación, y dos son las relaciones jurídicas principales (plataforma/participantes, y promotor/financiador), al igual que ocurre en cualquier negocio o contrato propio de la economía colaborativa desarrollado por medio de estos intermediarios electrónicos —las plataformas—. La aparición y el impulso del *crowdfunding* ha sido posible gracias al desarrollo de la economía colaborativa, y los nuevos entornos digitales.

El desarrollo de internet en los últimos años ha desencadenado una serie de cambios profundos en la contratación, posibilitando la llamada contratación electrónica, nueva forma de contratar, que ha alterado las bases jurídicas y tradicionales de llevar a cabo un contrato. También ha favorecido el desenvolvimiento de nuevos modelos de negocio, basados en las posibilidades que ofrece este nuevo medio, distintos a los tradicionales, facilitados por la intermediación de las plataformas digitales o en línea, que han revolucionado el panorama del mercado, y que son propias de la denominada economía colaborativa.

Consecuencia de este desarrollo técnico, ha surgido un nuevo tipo de economía, la colaborativa, que se define por BOSTMAN como «un sistema económico basado en el uso compartido de bienes o servicios infrautilizados de forma gratuita o mediando un precio, directamente por particulares, a través de plataformas en línea»¹³.

Desde su inicio, la economía colaborativa surge como un fenómeno innovador, que altera las bases de la economía tradicional y que ha facilitado el acceso de los particulares a bienes, servicios y oportunidades de inversión que antes no estaban disponibles por la existencia de barreras de entrada al mercado o por las limitaciones del modelo de negocio de sus intermediarios. Ello ha permitido una mejor utilización de recursos infrautilizados, una reducción de precios de intercambio favorable al consumidor y una mayor disponibilidad de fondos en contextos de crisis financiera. La economía colaborativa ha incrementado el valor del uso de los bienes frente al valor de

¹² La Unión Europea también está al tanto de la importancia de este fenómeno: COMISIÓN EUROPEA: *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones «Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea»*, Bruselas, 27.3.2014, COM (2014) 172 final, así como en la Propuesta de Reglamento Europeo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas, COM (2018) 113 final.

¹³ BOSTMAN, Rachel y ROGERS, Roo, *What's mine is yours: the rise of collaborative consumption*, Harpers Collins, Publishers, Nueva York, 2010.

mantenerlos en propiedad y ha permitido materializar iniciativas favorecedoras de la colaboración social, de la diversificación del riesgo financiero y de un uso más sostenible de los bienes. Esta realidad, ha sido posible gracias a que las plataformas han abierto estos mercados a una pluralidad de nuevos oferentes que ahora pueden cerrar todo tipo de negocios a través de ellas de una forma mucho más rápida y eficaz, reduciendo los intermediarios¹⁴.

De este modo, el intercambio —la colaboración entre pares, entre individuos particulares «peers»— de los servicios se produce a través de una plataforma digital que hace de intermediaria entre el productor del servicio y el consumidor final permitiendo redefinir las formas de compartición e intercambio, crear nuevos espacios accesibles de forma cómoda y barata y reducir la asimetría en la información en las operaciones entre particulares. También ha hecho posible la reducción de los costes de transacción, esto es, de información, negociación, litigiosidad y garantía, y de explotación, pues ha permitido a los particulares ofrecer servicios más baratos que los del mercado tradicional al no tener que incurrir en costes fijos por tratarse de cesiones de uso de activos ya existentes e infrautilizados.

No se trata, en consecuencia, de empresas productoras tradicionales que ofrecen sus propios productos a través de soportes digitales, lo que tradicionalmente conocemos como comercio electrónico o *e-commerce*, sino de un intercambio de bienes entre particulares, utilizando las nuevas tecnologías. Estos modelos de negocio se caracterizan por la presencia de individuos que actúan a la vez como productores y consumidores (prosumidor), producen y a la vez consumen, compran o utilizan; lo que supone un importantísimo cambio, tanto respecto a la forma tradicional de entender la economía de consumo desde la asimetría de las partes (ofertantes y demandantes), como en la manera de llevar a cabo esos negocios, pues el nuevo mercado incorpora unas dosis significativas de autorregulación que se basan en la confianza, en la reputación y en el respeto.

Esto es realmente la economía colaborativa, definida por la Comisión Europea¹⁵ en términos muy parecidos, al afirmar que se trata de:

«modelos de negocio en los que se facilitan actividades mediante plataformas colaborativas que crean un mercado abierto para el uso temporal de mercancías o servicios ofrecidos a menudo por particulares. La economía colaborativa implica a tres categorías de agentes i) prestadores de servicios que comparten activos, recursos, tiempo y/o competencias —pueden ser particulares que ofrecen servicios de manera ocasional («pares») o prestadores de servicios que actúen a título profesional

¹⁴ En este sentido se manifiesta la Agenda para la Economía colaborativa, subrayando el papel de las plataformas intermediarias. Comunicación de la Comisión Europea sobre «Una Agenda para la economía colaborativa», de 2 junio 2016 COM (2016) 356 final.

¹⁵ En la COM (2016) 356 final, Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité económico y social europeo y al Comité de las regiones. «Una Agenda Europea para la economía colaborativa». A partir de ahora: Agenda para la Economía Colaborativa.

(«prestadores de servicios profesionales»); ii) usuarios de dichos servicios; y iii) intermediarios que —a través de una plataforma en línea— conectan a los prestadores con los usuarios y facilitan las transacciones entre ellos («plataformas colaborativas»). Por lo general, las transacciones de la economía colaborativa no implican un cambio de propiedad y pueden realizarse con o sin ánimo de lucro».

Es importante resaltar el papel de intermediario de las plataformas en la verdadera economía colaborativa. En esta, las plataformas se limitan a poner en relación a los proveedores de productos y/o servicios con los demandantes de los mismos, sin que intervengan en el negocio subyacente, o verdaderamente colaborativo, realizado entre proveedor-usuario. Por el contrario, creemos que no queda dentro de la economía colaborativa en sentido estricto, la denominada economía de acceso, en la que son las propias plataformas quienes ofrecen o realizan el servicio demandado directamente a través del canal electrónico, siendo ellas prestadoras y parte en el servicio subyacente realizado¹⁶.

La economía colaborativa en sentido estricto se caracteriza, entonces, porque existen tres sujetos intervinientes (plataforma, proveedor y demandante o usuario), y entre ellos surge una relación contractual triangular, con una relación vertical entre la plataforma y cada uno de los usuarios, pues cada uno de los usuarios se pone en contacto con el otro a través de la plataforma intermediaria (prestadora de servicios de la sociedad de la información¹⁷), que es la que facilita su encuentro; y una relación horizontal entre proveedor y usuario, en la que se lleva a cabo el negocio o contrato verdaderamente querido.

Otro de los rasgos distintivos de la economía colaborativa es que los proveedores ya no son solo empresas o empresarios sino que, también, las personas físicas-consumidores pueden adoptar el rol de proveedor, ofreciendo sus productos o servicios al mercado, ocasionando la posibilidad de relaciones entre pares o iguales generando relaciones P2P (*peer to peer*) o C2C (*consumer to consumer*), fuera o lejos de las relaciones de consumo típicas de la contratación tradicional, caracterizadas por la asimetría contractual de las partes.

¹⁶ Sobre la delimitación del concepto de economía colaborativa estricto, véase CUENA CASAS, Matilde, *Las fintech de préstamos o crowdlending. La contratación a través de plataformas intermediarias en línea*, Reus, Madrid, 2019, p. 21.

¹⁷ Pues encajan perfectamente en la definición de prestadores de servicios de la sociedad de la información que hace la Directiva 2000/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de Comercio electrónico (a partir de ahora Directiva de Comercio Electrónico), que las define como: «cualquier persona física o jurídica que preste un servicio de la sociedad de la información», entendiendo por tales los que el apartado 2 del artículo 1 de la Directiva 98/34/CE, modificada por la Directiva 98/48/CE, establece como «todo servicio prestado normalmente a cambio de una remuneración, a distancia, por vía electrónica y a petición individual de un destinatario de servicios». De igual forma, para la Ley 34/ 2002, de 11 de julio, de Servicios de la Sociedad de la Información y Comercio Electrónico (LISICE), según lo dispuesto en su anexo de definiciones, apartado a), y c).

De este modo, las plataformas electrónicas intermediarias se convierten en el principal actor e impulsor de la economía colaborativa pues, sin ellas, no puede desarrollarse; y esto es debido al papel fundamental que realizan como intermediadoras entre las partes contratantes, ya que sirven para ponerles en contacto y que pueda realizarse entre ellos el negocio en cuestión; son el impulso necesario para el Mercado Único digital al que tendemos, tal y como afirma la COM (2016) 288 final, sobre las Plataformas en línea y el Mercado único digital: Retos y oportunidades para Europa, que entiende que son las verdaderas creadoras del valor digital.

Pues bien, en este entorno colaborativo, a través de las plataformas intermediarias, es posible conseguir financiación de una forma nueva y diferente a las tradicionales ya analizadas; en concreto - y como ya hemos adelantado- a través del *crowdfunding*. Donde, las plataformas se convierten, en ocasiones, en plataformas de financiación participativa (PFP en terminología de la LFFE), dotadas de un régimen y regulación especial, por lo peculiar de la función que desempeñan.

Y esta forma de financiación, a través de las plataformas en línea, también se aplica para obtener financiación inmobiliaria, dando lugar al específico *crowdfunding* inmobiliario, que es el objeto de este trabajo, que no se entiende sin el entorno colaborativo y sin las plataformas. Por eso, para entender bien cómo conseguir la financiación inmobiliaria a través de ellas, es necesario que, primero, reflexionemos sobre qué es el *crowdfunding*, a continuación, las características especiales del *crowdfunding* inmobiliario, y por último qué tipos de *crowdfunding* inmobiliario puede haber en función de cómo se lleva a cabo, para centrar la última parte de nuestro trabajo, en el concreto *crowdfunding* inmobiliario a través de plataformas de financiación participativa (PFP), en un entorno puramente colaborativo, que es el *crowdfunding* en sentido estricto y los problemas que este supone.

2.2. *Crowdfunding: concepto, evolución y regulación*

Como ya hemos indicado antes, el *crowdfunding* o financiación participativa o colectiva es, como su nombre indica, una nueva forma de obtener financiación para un proyecto concreto, a través de las aportaciones individuales que los particulares hacen al mismo, utilizando para ello las plataformas en línea que sirven para poner en contacto a esos particulares (inversores) con la persona que necesita obtener la financiación para su proyecto (promotor)¹⁸. Las plataformas conectan a aquellas personas que necesitan

¹⁸ Sobre el concepto de *crowdfunding* y su importancia véase: LÓPEZ ORTEGA, Raquel, «Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*)», en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 144, 2016, pp. 1-24; FLORES SEGURA, Marta, «Protección del inversor en operaciones de *crowdlending*», *Revista Ceflegal*. CEF, nº 202 (noviembre), 2017, pp. 5-46; GARCÍA-OCHOA MAYOR, David y NARVÁEZ BARBA, Inés, «Economía colaborativa y financiación», *Diario La Ley*, nº 8807, de 20 de julio, 2016, pp. 1-14; MARTÍN FABÁ, José María, «El *crowdlending* en España. Regulación y experiencias. Especial referencia a la PFP «*comunitae*»», *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, nº 15, 2015, pp. 25-51; ZUNZUNEGUI, Fernando, «Régimen jurídico de las

dinero o financiación para un proyecto determinado con una multitud de posibles inversores, prestamistas o donantes que les proporcionan la financiación demandada; el papel de las plataformas es, en definitiva, buscar, localizar y conseguir financiadores para ese concreto proyecto. En palabras de la Comisión Europea¹⁹:

«la financiación participativa goza del potencial para contribuir a poner en contacto a los inversores con aquellos proyectos que necesitan financiación. Las plataformas de financiación participativa actúan como intermediarias entre los inversores y las empresas, de modo que sea más sencillo para los inversores hallar y sustentar proyectos que les resulten interesantes. La financiación participativa puede convertirse en una fuente importante de financiación extrabancaria y servir para avanzar hacia los objetivos generales de la UMC (unión de los mercados de capitales), consistentes en apoyar una integración financiera más sostenible y fomentar la inversión privada en beneficio de la creación de empleo y el crecimiento económico».

Sin las plataformas electrónicas intermediarias, no se habría desarrollado este nuevo método de financiación.

Este fenómeno surgió como respuesta a la crisis financiera que se ha vivido a nivel mundial y que ha provocado una fuerte restricción del crédito ofrecido por las instituciones bancarias²⁰. Y, teniendo en cuenta que el factor social es la base de esta figura, pues es necesario una masa, «*crowd*», de personas que con su pequeña

plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*)», *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, junio 2015, pp. 1-32; SÁNCHEZ ROGER, Marc, «*Crowdfunding* y la economía de internet», *Análisis Financiero*, nº 127, 2015, pp. 1-12; CACCURI MELHEM, Daniela, «El *crowdfunding* y sus múltiples formas», *Austral Comunicación*, Volumen 3, junio, 2014, pp. 1-9.; RAMÍREZ HERRERA, Luis Miguel y MUÑOZ CAMPANO, Sara, «El *crowdlending* como nueva herramienta de financiación. Análisis de su incidencia en España», *Análisis Financiero* nº 130. 2016, pp. 40-56; AA.VV., *Crowdfunding: cooperación colectiva al Servicio de la Financiación* (Lázaro Sánchez, E.J. y de la Vega García, F., Dirs.), Thomson-Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2018; GIMENO RIBES, Miguel, «Aproximación a la naturaleza jurídica del *crowdfunding*», *Revista de Derecho Mercantil*, nº 291, 2014, pp. 1-26.

¹⁹ Propuesta de Reglamento Europeo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas, de 18 marzo de 2018, COM (2018) 113 final, 2018/0048. A la hora de la revisión de este trabajo ya se ha publicado el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937.

²⁰ Así lo confirma también la Comisión Europea, en la Propuesta de Reglamento de Plataformas de Financiación participativa: «Hoy en día, el acceso a la financiación sigue siendo difícil para estas empresas, especialmente cuando pasan de la fase emergente a la de expansión, como consecuencia de las asimetrías estructurales de información. La excesiva dependencia de los créditos o préstamos bancarios a corto plazo no garantizados es a menudo muy costosa. Además, los volúmenes de los créditos o préstamos bancarios concedidos a las empresas emergentes y las pymes se han visto gravemente afectados por la crisis financiera de 2008 y siguen teniendo complicado alcanzar los niveles anteriores a la crisis, por lo que la falta de fondos es un factor determinante en los fracasos de las empresas emergentes. Estos problemas se magnifican significativamente en los Estados miembros con mercados de capitales y un sistema bancario menos desarrollados. En su calidad de nueva forma de servicio financiero basado en la tecnología, la financiación participativa goza del potencial para contribuir a poner en contacto a los inversores con aquellos proyectos que necesitan financiación.»

aportación consiguen la financiación de un proyecto importante que, en sus inicios, tenía carácter social o comunitario²¹. Así, las operaciones de *crowdfunding*, originalmente utilizadas para centralizar a través de plataformas digitales la financiación altruista de proyectos sociales a partir de pequeñas aportaciones (*crowdfunding* de donación), evolucionó hacia un sistema de micropréstamos destinados a proyectos empresariales de alta rentabilidad y riesgo (*crowdfunding* de recompensa y *crowdlending*). Junto al diseño de operaciones de préstamo y desde esquemas de participación, aportaciones mínimas, análisis de rentabilidad e información similares, las plataformas intermediarias también han comenzado a ofrecer al inversor minorista la oportunidad de suscribir acciones, participaciones o valores en las sociedades propietarias de proyectos empresariales (*crowdequity*).

Según un reciente estudio²², el mercado de *crowdfunding* creció en Europa durante 2016 un 41 por ciento hasta alcanzar la cifra de 7.671 millones de euros. Excluyendo a Reino Unido, que continúa siendo el mercado europeo mayor a gran distancia del resto, este modelo de financiación en línea creció en 2016 un 101 por ciento, desde 1.019 millones de euros a 2.063 millones. En España, este mercado alcanzó ese año los 131 millones de euros, después de Francia con 444 millones, Alemania con 322, Holanda con 194, y Finlandia con 142. A pesar de esas importantes cifras, Europa es la región en la que menos volumen alcanza el mercado de la financiación alternativa *on line*, con 7.67 bn de euros, frente a los 31.8 bn de América, y nada que ver con los 221.66 bn de euros de Asia.

El *crowdfunding* tiene naturaleza jurídica de un contrato atípico que, según sus variantes, se aproxima más a una donación condicionada, o a un contrato societario de inversión, o a un préstamo, pero cuya característica esencial, como luego veremos, es que se celebra por intermediación de las plataformas electrónicas²³.

²¹ Sobre el factor social en el *crowdfunding*, véase SOTO MOYA, María Mar, *Tributación del Crowdfunding*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2018, p. 9, que incide en esta idea, y entiende que el germen del crowdfunding estaba ya en el *crowdsourcing* como resolución de problemas de forma comunitaria. Comparten esta idea, BUENO PARAMIO, Eva y ORTEGA RUEDA, José David, «*Crowdfunding: una vía para la financiación empresarial en la sociedad de la información*», *Revista de Fiscalidad Internacional y Negocios Transnacionales*, nº 11, 2019, p. 3. Insiste en el mismo trasfondo social del *crowdfunding* como identitario del mismo ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, Segismundo, «Financiación para empresas innovadoras. Capital riesgo, *business angels*, *crowdfunding*», *Diario La Ley*, nº 8033, 2013, p. 4.

²² University of Cambridge, Judge Business School; Cambridge Centre for Alternative Finance (2018), *Expanding Horizons*. Disponible en: https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-ccaf-exp-horizons.pdf. [Consulta: 20 diciembre 2019].

²³ Sobre la naturaleza jurídica del crowdfunding, sus modalidades y diferencias, haciendo estas consideraciones véase GIMENO RIBES, Miguel, «Aproximación a la naturaleza jurídica del *crowdfunding*», ob. cit., pp. 1-26. En igual sentido se manifiesta SOTO MOYA, María Mar, *Tributación del Crowdfunding*, ob. cit., pp. 12-13, sobre el carácter poliforme del crowdfunding que lleva a plantearse la naturaleza jurídica de este según la modalidad de crowdfunding ante la que nos encontremos; BUENO PARAMIO, Eva y ORTEGA RUEDA, José David, «*Crowdfunding: una vía para la financiación empresarial en la sociedad de la información*», ob. cit., pp. 4-10.

En cuanto a su marco legislativo, a nivel comunitario, no existe todavía una normativa específica sobre el *crowdfunding* a través de plataformas, y encontramos únicamente la Directiva 2000/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de Comercio electrónico, que es el marco donde se regulan las plataformas electrónicas como servicios de la sociedad de la información, (que se traspuso en España en la Ley 34/2002, de 11 de julio, de Servicios de la Sociedad de la Información y Comercio electrónico (LSICE)). Sin embargo, la preocupación por el adecuado desarrollo de este nuevo modelo de contratación a través de plataformas, ya se manifestó en la elaboración del Reglamento (UE) 2019/1150 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, sobre el fomento de la equidad y la transparencia para los usuarios profesionales de servicios de intermediación en línea. (a partir de ahora Reglamento de plataformas), para todos los servicios que proporcionan las plataformas intermediarias²⁴.

Además, en relación con los objetivos de sostenibilidad de la agenda europea para el 2030²⁵, la Comisión vuelve a reconocer que la economía colaborativa y la aparición de nuevos modelos de negocio puede aportar una importante contribución al crecimiento sostenible si se desarrollan de forma responsable. No obstante, se lamenta de que actualmente el mosaico de respuestas normativas en la UE genera incertidumbre entre los operadores tradicionales, los nuevos proveedores de servicios y los consumidores, y obstaculiza el crecimiento y los servicios nuevos e innovadores asociados a ella. En este sentido, menciona expresamente a la economía colaborativa dentro de las «oportunidades y fuerzas positivas» de su objetivo nº 11 (Ciudades y comunidades sostenibles) y a la financiación participativa dentro de las «oportunidades y fuerzas positivas» de cuatro de sus objetivos (el 11, el 14, el 15 y el 17). No duda en afirmar que la transición hacia su cumplimiento exige importantes inversiones a corto plazo que no se pueden satisfacer sin que el sector privado se sume también a la transición hacia la sostenibilidad. Por ello, dada la relevancia que le otorga a este nuevo mercado y la diversidad de normativas europeas ya aplicables (Gran Bretaña, Francia, Austria y España ya han desarrollado las suyas), la Comisión Europea comenzó a elaborar una propuesta legislativa con objeto de profundizar en la Unión de los Mercados de Capitales. En este sentido, se elaboró la Propuesta de Reglamento Europeo y del Consejo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas, de 18 marzo de 2018, COM (2018) 113 final, 2018/0048²⁶. El

²⁴ Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX:32019R1150>

²⁵ COMISIÓN EUROPEA (2019): COM (2019) 22, de 30 de enero de 2019. Documento de reflexión. Para *una Europa sostenible de aquí al 2030*. Disponible en: https://ec.europa.eu/commission/site/beta-political/files/rp_sustainable_europe_es_v2_web.pdf. [Consulta: 20 noviembre 2019].

²⁶ COMISIÓN EUROPEA (2018): COM (2018)113 final sobre proveedores europeos de servicios de financiación participativa excluye de su ámbito a todos aquellos promotores (que buscan financiación) que sean consumidores, personas físicas, o sociedades de inversión, limitándose a los proveedores profesionales, y siempre en un tipo de financiación lucrativa, financiera, excluyendo los supuestos de financiación participativa a través de donación, compraventa o recompensa. Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/DOC/?uri=CELEX:52018PC0113&from=ES>. [Consulta: 20 noviembre 2019].

texto definitivo de esta propuesta de Reglamento se aprobó en 2019²⁷ y ha culminado en el recientemente aprobado Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937²⁸.

El Reglamento, buscando la futura Unión europea de los Mercados de Capitales (UMC), apuesta por la financiación participativa como método alternativo de financiación, sobre todo para pequeñas y medianas empresas (PYMES) y empresas emergentes, y busca facilitar a las plataformas de financiación participativa la prestación de servicios en todo el bloque comunitario con operaciones transfronterizas²⁹.

En España, el *crowdfunding* o financiación participativa alternativa ha sido regulado a través de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de Financiación Empresarial (LFFE) que, en su título V recoge el régimen jurídico aplicable a las plataformas de financiación participativa (PFP), pero, —como luego veremos— solo alcanza a un tipo específico de *crowdfunding*, el que genera beneficios o lucro para el inversor (*crowdlending*, a través de préstamos, y *equity crowdfunding*, mediante la suscripción de acciones, participaciones u otros valores negociables), quedando fuera de su marco regulatorio, el *crowdfunding* altruista que también se desarrolla por medio de plataformas electrónicas (de donación y recompensa)³⁰. Además, esta normativa deja

²⁷ El texto definitivo aprobado se encuentra disponible en http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2019-03-27_ES.html#sdocta7. [Consulta: 20 marzo 2020].

²⁸ Disponible en https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=uriserv%3AOJ.L_.2020.347.01.0001.01.SPA&toc=OJ%3AL%3A2020%3A347%3ATO.

²⁹ Se afirma en la COM (2018) 113 final que: “La financiación participativa se está revelando en cada vez mayor medida como parte esencial de la cadena de financiación para las empresas emergentes y las empresas en la fase inicial, normalmente financiadas por familiares, amigos y fondos propios hasta unas fases posteriores de desarrollo en las que los fondos de capital riesgo o incluso los fondos de capital inversión comienzan a interesarse por ellas. Esto supone que la financiación participativa puede constituir una alternativa a los créditos o préstamos bancarios no garantizados, que actualmente son la principal fuente de financiación externa para las pymes, especialmente en la fase inicial de su actividad.”

³⁰ Dentro de la primera categoría, en la que los financiadores van a obtener una contraprestación pecuniaria por su aportación, se encuentra el *Crowdlending*, o préstamo, donde los financiadores son prestamistas que prestan las cantidades necesarias al promotor (prestatario) a cambio de un interés, y el *equity-based crowdfunding*, en el que los financiadores invierten sus aportaciones en el proyecto a cambio de participaciones o acciones en la sociedad promotora, o valores negociables, incluyendo en este tipo de *crowdfunding* el *debt crowdfunding* donde los inversores adquieren obligaciones emitidas por el promotor para su financiación.

En la segunda categoría, donde los financiadores no obtienen contraprestación o beneficio alguno, situamos el *crowdfunding* de donación y de recompensa. En el de donación, los financiadores hacen sus aportaciones de forma totalmente gratuita, sin esperar ninguna contraprestación. Son las cuestaciones modernas. Mientras que, en el *crowdfunding* de recompensa, los financiadores hacen sus aportaciones y el promotor les puede otorgar un bien o servicio concreto a cambio de las mismas. En ambos tipos de financiación participativa, se caracterizan porque el inversor no espera una rentabilidad o retorno por su aportación, por lo que no pueden clasificarse como financieros o de inversión.

cuestiones y lagunas sin resolver, debidas a la evolución del mercado, en un entorno de crecimiento constante, a las que el legislador debe dar respuesta.

Este es el marco normativo actual, en el que tenemos que movernos para poder analizar el mercado de financiación alternativo *on line*, deteniéndonos específicamente en las modalidades que regula la LFFP, que serán las más habituales en el *crowdfunding* inmobiliario, definiendo este en sentido estricto, tal y como luego defenderemos.

2.3. Plataformas de Financiación Participativa (PFP) y *crowdfunding*

Pues bien, nos situamos en el *crowdfunding* financiero, lucrativo o de inversión, que es el de mayor crecimiento e importancia actual, que se realiza necesariamente a través de plataformas en línea especializadas, cuyo régimen está regulado en el Título V de la Ley 5/2015, LFFE, dejando fuera de su ámbito objetivo, precisamente, a las modalidades no lucrativas de financiación participativa. De igual forma, en esta ley solo se contempla el *crowdfunding* indirecto, pues se exige, en el artículo 22 LFFE, que la plataforma actúe como intermediaria, dejando fuera de su ámbito a las plataformas que llevan a cabo un *crowdfunding* directo. El primero se corresponde más con lo que se denomina una economía de acceso, que no es propiamente colaborativa, sino que en ella la plataforma no es sino el medio tecnológico de la propia empresa o persona que es partícipe en el negocio que se lleva a cabo, normalmente proveedor del servicio subyacente o bien que se ofrece en la plataforma. Aplicado esto al *crowdfunding*, será directo cuando la plataforma sea el propio promotor del proyecto que busca financiación. De este modo, la persona que requiere financiación ofrece directamente su proyecto en su plataforma, y los inversores le proporcionan el dinero solicitado directamente a él. No hay una plataforma intermediaria que sirva para poner en contacto al promotor-inversor, sino que el propio promotor es la plataforma, o viceversa, la plataforma es el promotor. Mientras que el indirecto, será aquel en el que la plataforma de financiación participativa actúa como intermediario entre el promotor y los inversores, limitándose a ese servicio de intermediación³¹.

En conclusión, el *crowdfunding* que se lleva a cabo a través de plataformas de financiación participativa (PFP) según la LFFE es, en consecuencia, financiero e indirecto: solo el *crowdlending* y el *equity crowdfunding*.

Esta ley denomina a las plataformas en línea que median en los servicios de *crowdfunding* financiero como PFP, a los financiadores como inversores, y al que busca la financiación como promotor del proyecto. Tanto el *crowdlending* como el *equity-based crowdfunding* tienen unas características especiales, y el papel de las PFP entre ambos sujetos (promotores e inversores) es muy concreto y está perfectamente definido en la ley.

³¹ Luego matizaremos este aspecto, pues según el papel que la LFFP otorga a las plataformas, parece que no son simples intermediarios, prestadores de servicios de la sociedad de la información.

Según el artículo 46 de la LFFE, las plataformas PFP son

«empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores».

Pues bien, en ese entorno concreto y a la luz de lo que establece la ley, la labor de las PPF, en principio, es de mediación, pues la plataforma facilita ese contacto entre inversores y promotores, de forma autónoma, independiente e imparcial, y por eso, gran parte de la doctrina entiende que el contrato existente entre usuarios y plataformas, como sucede en la economía colaborativa, es de mediación electrónica³². Algunos autores dicen que es de mediación, pero que tiene alguna característica propia, aunque lo siguen calificando como tal³³ y, por lo tanto, la función que desempeñan las PFP en relación con los participantes, es un servicio de la sociedad de la información, al ofrecer el espacio técnico donde es posible casar la oferta y la demanda.

La LFFE establece las funciones que las PFP pueden llevar a cabo y las distingue entre necesarias y voluntarias. Las primeras recogen los supuestos básicos y normales de actuación de las PFP, es lo que normalmente realizarán, consistiendo en tareas de

³² Consideran mayoritariamente que la relación entre PFP y participantes o usuarios es de mediación, los siguientes autores entre otros: LÓPEZ ORTEGA, Raquel, «Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 144, 2016, p. 20: Considera que la relación entre las plataformas de financiación participativa y los promotores es de mediación, ya que al igual que los mediadores, la plataforma pone en contacto a futuros contratantes pues su función es la de facilitar la conclusión de contratos entre terceras personas “estimulando la coincidencia entre oferta y demanda”; LÁZARO SÁNCHEZ, Emilio Jesús, «*Crowdfunding*: una fórmula de cooperación económica en la era digital», en AA.VV., *Crowdfunding: Cooperación colectiva al Servicio de la Financiación* (E. Lázaro Sánchez y F. De la Vega García, Dirs), Thomson-Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2018, pp. 30-31, entiende que las plataformas -también en relación con el *crowdfunding* o financiación participativa- obran por cuenta propia, y entiende que ese obrar se reconduce a la prestación propia de un contrato de mediación o corretaje”; MACANÁS, Gabriel, «Calificación y caracteres del contrato de mediación con la plataforma de *crowdfunding*», en AA.VV., *Crowdfunding: Cooperación al Servicio de la Financiación*, ob. cit., p. 78 : sostiene este autor que “el tipo – legalmente atípico- que recoge precisa y exactamente la función de la plataforma como intermediaria, y que al tiempo resulta más apropiado para la consecución de la finalidad del contrato -en cuanto a la realización del interés de las partes- es el contrato de mediación, también llamado de corretaje”.

³³ GARCÍA-PITA LASTRES, José Luis, *Plataformas de financiación participativa y financiera crowdfunding*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2016, p. 33, entiende que las PFP se “dedican más a la mediación -en el sentido jurídico estricto (corretaje)- que a la intermediación”, y para él sería más un tipo especial de mediación, mixto o complejo, que propicia realmente la celebración de contratos, no la mera puesta a disposición de medios para que se encuentren las partes.

información y contacto³⁴; mientras que las voluntarias son labores que pueden o no llevar a cabo las PFP según se pacten en un proyecto o portal concreto³⁵. Pues bien, si la PFP se limita a desarrollar las actividades básicas o necesarias, creemos que realiza únicamente labores de mediación, y por tanto dentro de los servicios de la sociedad de la información; y esto es así porque, como dice LÓPEZ ORTEGA³⁶,

«las PFP desempeñan una pura actividad de aproximación de los futuros contratantes dado que su finalidad es la de facilitar la conclusión de contratos entre terceras personas, estimulando la coincidencia entre oferta y demanda, en estos casos, de promotores e inversores, y para ello tendrá que desplegar la actividad necesaria que le permita lograr este resultado: seleccionar y publicar los proyectos de los promotores y establecer y gestionar los canales de comunicación que faciliten la contratación (artículo 51.1 LFFE)».

Pero, si la PFP realiza alguna de las actividades voluntarias, o incluso alguna más de las expresamente contempladas, su papel excede al de un mediador, pues interviene realizando prestaciones propias del contrato subyacente, y su función no será solo la de un prestador de servicios de la sociedad de la información.

³⁴ Artículo 51.1 LFFP: «Las plataformas de financiación participativa prestarán los siguientes servicios: a) Recepción, selección y publicación de proyectos de financiación participativa. b) Desarrollo, establecimiento y explotación de canales de comunicación para facilitar la contratación de la financiación entre inversores y promotores.»

³⁵ Artículo 51.2 y 3 LFFE: «Las plataformas de financiación participativa podrán prestar servicios auxiliares distintos a los previstos en el apartado anterior. Dichos servicios podrán consistir, entre otros, en: a) El asesoramiento a los promotores en relación con la publicación del proyecto en la plataforma incluyendo la prestación de servicios y asesoramiento en las áreas de tecnología de la información, marketing, publicidad y diseño. b) El análisis de los proyectos de financiación participativa recibidos, la determinación del nivel de riesgo que implica cada proyecto para los inversores y la determinación de cualquier otra variable que resulte útil para que los inversores tomen la decisión de inversión. La publicación, clasificación y agrupación de tal información en términos objetivos, sin realizar recomendaciones personalizadas, no constituirá asesoramiento financiero. c) La habilitación de canales de comunicación a distancia para que usuarios, inversores y promotores contacten directamente entre sí antes, durante o después de las actuaciones que den lugar a la financiación del proyecto. d) La puesta a disposición de las partes de los modelos de contratos necesarios para la participación en los proyectos. e) La transmisión a los inversores de la información que sea facilitada por el promotor sobre la evolución del proyecto, así como sobre los acontecimientos societarios más relevantes. f) La reclamación judicial y extrajudicial de los derechos de crédito, actuando en representación de los inversores o en nombre propio si los inversores le cedieren su derecho de crédito. g) Aquellos otros que en su caso determine el Ministro de Economía y Competitividad o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3. Además de los servicios previstos en los apartados anteriores y en relación con las solicitudes previstas en el artículo 50.1.b) y c) de esta Ley, las plataformas de financiación participativa podrán formalizar los contratos de préstamo y de suscripción de participaciones que se basen en un acuerdo de voluntades manifestado a través de la plataforma de financiación participativa, actuando en representación de los inversores.»

³⁶ LÓPEZ ORTEGA, Raquel, «Las plataformas de financiación participativa...», ob. cit., p. 21.

Por eso, entendemos, como ZUNZUNEGUI,³⁷ que la labor que desempeña las plataformas electrónicas en el *crowdfunding* financiero es mayor que la que realizan en otro entorno colaborativo. Para ZUNZUNEGUI, las plataformas son «algo más que unos portales que ponen en contacto a inversores con promotores. Son intermediarios financieros que operan por internet. Constituyen una nueva vía de asignación eficiente del ahorro a la inversión. Y esa vía utiliza internet como medio técnico», y entiende que les puede ser aplicable la Ley 34/2002, de 11 de julio, de Servicios de la Sociedad de la Información y Comercio Electrónico (LSICE), que regula dichos servicios. Explica este autor que las PFP pueden prestar servicios de pago, realizar recobros, dedicarse al préstamo al consumo y a la intermediación en el crédito. Además, examinando sus funciones necesarias (admisión y contratación participativa de proyectos) y voluntarias, vemos que, dentro de las segundas y como dice la LFFE, pueden desarrollar funciones de determinación del nivel de riesgo de los proyectos (similar al *scoring* de los bancos); prestar servicios auxiliares de asesoramiento, prestar servicios jurídicos proponiendo modelos de contratos y reclamación de derechos de crédito. Todo ello lleva a ZUNZUNEGUI a calificar a las plataformas como verdaderos intermediarios financieros; entiende que son un sistema de contratación financiera en un mercado primario, a través de un medio electrónico especial como es internet.

Si se hubieran limitado a publicar proyectos e información y gestionar el espacio de la interacción entre promotores e inversores, podrían ser mediadores y únicamente prestadores de servicios de la sociedad de la información, pero todas estas funciones, llevan a calificarlas como verdaderos intermediarios financieros, con un acceso al mercado, lógicamente, más controlado. De hecho, la Propuesta de Reglamento europeo sobre plataformas de financiación participativa, las califica como «plataformas de servicios de financiación participativa», no de meros servicios de la sociedad de la información, poniendo el énfasis en la relevancia de su papel intermediador que no se limita a facilitar acceso a un mercado electrónico³⁸.

³⁷ ZUNZUNEGUI, Fernando, «Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*)», ob. cit., pp. 1-32. De igual forma, Navarro Matamoros afirma en términos muy parecidos que las plataformas «no son meros prestadores de servicios de la sociedad de la información, sino que son intermediarios financieros que operan por internet. Su reconocimiento legal permite que dichas plataformas presten servicios de pago, realicen recobros y se dediquen al préstamo al consumo y a la intermediación en el crédito»: NAVARRO MATAMOROS, Linda, «Concepto y clases», en AA.VV., *Crowdfunding: Cooperación colectiva al servicio de la financiación*, ob. cit., p. 232.

³⁸ Artículo 3 Propuesta Reglamento Europeo sobre Plataformas de Financiación Participativa: “A efectos del presente Reglamento, se entenderá por:

- a) «servicio de financiación participativa», la conexión de los intereses de los inversores y de los promotores de proyectos en materia de financiación empresarial mediante el uso de una plataforma de financiación participativa, que consista en cualquiera de los siguientes elementos:
 - i) la facilitación de la concesión de préstamos;
 - ii) la colocación sin un compromiso firme, a que se refiere el punto 7 de la sección A del anexo I de la Directiva 2014/65/UE, de valores negociables emitidos por los promotores de proyectos y la recepción y transmisión de órdenes de clientes, a que se refiere el punto 1 de la sección A del anexo I de la Directiva 2014/65/UE, en lo que se refiere a dichos valores negociables;

Si estas plataformas son más que meros prestadores de servicios de la sociedad de la información, es lógico que se ponga alguna dificultad y control a su propio acceso al mercado electrónico de la financiación participativa: las PPF deben estar autorizadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (previo informe positivo del Banco de España), así como inscritas en su registro (artículos 53 y 54 LFFE)³⁹, y, además, la propia LFFE describe en los artículos 55 y 56 los requisitos que deben cumplir las PPF para poder ejercer su actividad⁴⁰. Si realmente fueran prestadores de servicios de la sociedad de la información, no serían necesarios tantos controles de acceso.

Lo mismo ocurre con respecto a los usuarios de las PPF (promotores e inversores), pues se exige el cumplimiento de determinados requisitos para el acceso a ese mercado de financiación. De este modo, los promotores pueden ser personas físicas y jurídicas pero sometidas a unas limitaciones en cuanto al número de proyectos que pueden solicitar, o al límite cuantitativo y temporal de los mismos (arts. 67-69), así como restricciones a los propios proyectos según sean de préstamo o de participación en valores. Los inversores pueden estar o no acreditados, y en este segundo caso, para dicha acreditación deben cumplir con lo preceptuado en la LFFE en el artículo 81⁴¹.

b) «plataforma de financiación participativa», todo sistema electrónico de información explotado o gestionado por un proveedor de servicios de financiación participativa”

³⁹ La nueva Propuesta de Reglamento Europeo sobre PFSP, también exige requisitos de autorización y registro por parte de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), en los arts. 10 y 11.

⁴⁰ Entre estos, será necesario que tengan por objeto social exclusivo las operaciones propias de las PPF, tener domicilio social en España o UE; ser sociedades de capital; tener un capital social desembolsado de al menos 60.000 euros; honorabilidad de sus administradores; seguro de responsabilidad civil, etc.

⁴¹ Artículo 81 LFFE. Tipos de inversores.

1. Los inversores podrán ser acreditados o no acreditados.

2. En el caso de proyectos a los que se refiere el artículo 50.1.b) y c) de esta Ley, tendrán la consideración de inversor acreditado:

a) Las personas físicas y jurídicas a las que se refieren las letras a), b) y d) del artículo 78 bis.3 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

b) Los empresarios que individualmente reúnan, al menos, dos de las siguientes condiciones:

1.º Que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 1 millón de euros,

2.º que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 2 millones de euros,

3.º que sus recursos propios sean iguales o superiores a 300.000 euros.

c) Las personas físicas que cumplan con las siguientes condiciones:

1.º Acreditar unos ingresos anuales superiores a 50.000 euros o bien un patrimonio financiero superior a 100.000 euros, y

2.º solicitar ser considerados como inversores acreditados con carácter previo, y renunciar de forma expresa a su tratamiento como cliente no acreditado.

La admisión de la solicitud y renuncia deberá realizarse conforme lo dispuesto en el artículo 84 y quedará condicionada a que la plataforma de financiación participativa efectúe la adecuada evaluación de la experiencia y conocimientos del cliente, y se asegure de que puede tomar sus propias decisiones de inversión y comprende sus riesgos.

d) Las pequeñas y medianas empresas y personas jurídicas no mencionadas en los apartados anteriores cuando cumplan lo dispuesto en el número 2.º del apartado anterior.

3. Además de las personas anteriormente citadas, también tendrán la consideración de inversor acreditado las personas físicas o jurídicas que acrediten la contratación del servicio de asesoramiento

¿Y cómo se produce el acceso de los participantes a este mercado, una vez que cumplen esos requisitos? A través del contrato de acceso propio, pero con un carácter especial y más riguroso que el de otro entorno colaborativo, que se sustanciará en ese contrato de mediación si la PFP solo realiza funciones necesarias (artículo 51.1 LFFE), o bien, como hemos indicado, los participantes accederán a través del correspondiente contrato de intermediación financiera, pues esa es la relación jurídica que les une con la plataforma.

Luego, creemos que, en el *crowdfunding* financiero o lucrativo (*crowdlending* y *equity based crowdfunding*), el contrato que une a la plataforma con los particulares es un verdadero contrato de intermediación financiera.

Este tipo de *crowdfunding* es, a mi juicio, el principal instrumento o fuente de financiación participativa inmobiliaria, como veremos a continuación y explicamos detalladamente.

3. CROWDFUNDING INMOBILIARIO

3.1. *Concepto, origen e importancia actual*

En materia de financiación de proyectos inmobiliarios también se está desarrollando con fuerza el *crowdfunding*, como modelo de intermediación impulsado por las denominadas plataformas de financiación participativa. La flexibilidad, distribución del riesgo y optimización de costes que caracteriza al *crowdfunding* lo ha hecho atractivo para la financiación de proyectos inmobiliarios de diversas tipologías (construcción, rehabilitación y eficiencia energética) y destino (alquiler, venta y vivienda social), dando lugar al denominado *crowdfunding* inmobiliario.

Podemos definirlo, entonces, como una forma de financiación alternativa de proyectos inmobiliarios, a través de plataformas electrónicas intermediarias que consiste, precisamente, en que una pluralidad de personas aporta capital (inversores), para el desarrollo de un proyecto u operación inmobiliaria propuesta por el promotor.

Realmente, es un tipo de *crowdfunding* que aúna las características propias de este pues, tal y como dice HERNÁNDEZ SAINZ mediante el mismo «se persigue la captación de fondos de una pluralidad de personas a través de internet para la puesta en marcha y desarrollo de proyectos inmobiliarios seleccionados por los propios inversores...a

financiero sobre los instrumentos de financiación de la plataforma por parte de una empresa de servicios de inversión autorizada.

4. Todo inversor que no cumpla con lo dispuesto en los apartados 2 y 3 de este artículo tendrá la consideración de no acreditado.

5. Los inversores acreditados según las letras c) y d) del apartado 2 de este artículo que no proporcionen financiación a un proyecto de la plataforma de financiación participativa en el plazo de doce meses, perderán la condición de acreditados, si bien podrán recuperarla cuando cumplan con los requisitos establecidos en las referidas letras. Igualmente, perderán la consideración de acreditados cuando lo soliciten por escrito.

cambio de una contraprestación de naturaleza financiera⁴²»; pero, cuya especialidad viene determinada por el objeto del proyecto financiado que, en este caso, es siempre inmobiliario: construcción, rehabilitación, compra o alquiler, de un inmueble o conjunto inmobiliario. En este sentido, se manifiesta JIMÉNEZ PARIS, al decir que realmente la diferencia o característica de este tipo de *crowdfunding* proviene solo del tipo o contenido del proyecto que se financia, «del negocio inmobiliario a que se destina la financiación obtenida, no así la forma en que se verifica tal financiación»⁴³; ya que, cómo se consiga y se desenvuelva esta (a través de un préstamo, emisión de obligaciones, deuda, compra de participaciones, cuentas en participación...), es exactamente igual que en cualquier otro negocio de financiación participativa⁴⁴. Ahora bien, ese especial objeto (proyecto inmobiliario) va a determinar algunas de las características y diferencias con otros tipos de *crowdfunding*, por la propia esencia de los inmuebles financiados.

Varios han sido los autores que han definido el *crowdfunding* inmobiliario en este sentido, como un sistema de microfinanciación colectiva, que facilita a los particulares y pequeños inversores la posibilidad de invertir su dinero en un proyecto inmobiliario directamente, a cambio de una rentabilidad o beneficio generada por las rentas o precio de venta o reventa del inmueble financiado, situando al *crowdfunding* inmobiliario como un claro ejemplo del *crowdfunding* de inversión, financiero o lucrativo⁴⁵.

⁴² HERNÁNDEZ SAINZ, Esther, «*Crowdfunding* inmobiliario. Alternativas para su articulación jurídica y riesgos para el inversor», en AA.VV., *Nuevas vías jurídicas de acceso a la vivienda* (Alonso Pérez, M.T. (Dir.)), Aranzadi, 2018, p. 4, obtenido en Westlaw, Aranzadi Instituciones.

⁴³ JIMÉNEZ PARIS, Teresa, «Breve introducción al fenómeno del *crowdfunding* inmobiliario en España», *Revista Crítica Derecho Inmobiliario*, nº 773, 2018, p. 1579.

⁴⁴ Tal y como confirma también HERNÁNDEZ SAINZ, al decir que goza de las mismas características que este. «el *crowdfunding* inmobiliario es una simple variante de este fenómeno... se ofrece al público la posibilidad de invertir de manera indirecta (a través de sociedades o financiando a empresas inmobiliarias), pequeñas cantidades de dinero en activos del sector inmobiliario (solares, viviendas, oficinas, naves industriales), con el fin de, posteriormente, alquilar o revender los inmuebles (generalmente tras la construcción de promociones o la rehabilitación) y así poder distribuir al financiador mediante el pago de intereses, dividendos o una participación en los beneficios, gracias a las ganancias obtenidas con las rentas satisfechas por los arrendatarios o con el mayor precio obtenido por el inmueble al revenderlo». HERNÁNDEZ SAINZ, Esther, «*Crowdfunding* inmobiliario. Alternativas para su articulación jurídica y riesgos para el inversor», ob. cit., p. 4.

⁴⁵ Sobre concepto de *crowdfunding* inmobiliario, y su categorización como financiero o lucrativo, véase: Hernández Sainz, E.: «*Crowdfunding* inmobiliario. Alternativas para su articulación jurídica y riesgos para el inversor», ob. cit., pp. 2-4 y «El *crowdfunding* inmobiliario mediante contratos de cuentas en participación: una fórmula de inversión participativa ¿Alegal o prohibida?», *Revista de Estudios Europeos*, nº 70, julio-diciembre, 2017, Monográfico-Economía colaborativa, pp. 127-148; JIMÉNEZ PARIS, Teresa, «Breve introducción al fenómeno del *crowdfunding* inmobiliario en España», ob. cit., p. 1578; POVEDA, Yago, «*Crowdfunding* inmobiliario en el mercado español», *Inmueble*, nº 189, 2019, p. 12; MALDONADO RAMOS, Ignacio, «El *crowdfunding* inmobiliario, ¿colectivización de la propiedad?», *El Notario del S.XXI*, nº 79, 2018. Disponible en: <http://www.elnotario.es/hemeroteca/revista-79/8667-el-crowdfunding-inmobiliario-colectivizacion-de-la-propiedad>. [Consulta: 2 febrero 2020]; REDONDO FAYA, Fernando, «*Crowdfunding* inmobiliario: una alternativa de inversión más democrática», *Inmueble*, nº 162, 2016, p.

El *crowdfunding* inmobiliario surgió en USA, gracias a la aprobación en 2012 de la *Jobs Act (Jumpstar Our Business Star-ups Act)*, el 5 de abril de 2012, para ayudar a las pequeñas y medianas empresas a encontrar financiación, dedicando varios de sus títulos a regular la posibilidad de esa financiación colectiva. Posteriormente, se ha desarrollado esta ley, generando un marco adecuado para el desarrollo del *crowdfunding* inmobiliario⁴⁶.

Si el *crowdfunding* en general ha experimentado un crecimiento exponencial en los últimos años, el área de la financiación alternativa *on line* para el mercado inmobiliario no ha sido una excepción; de este modo, el 45 por ciento de las plataformas con gran volumen de negocio introdujo cantidades significativas de productos nuevos durante el año 2016, según el estudio de Cambridge⁴⁷. El reciente estudio llevado a cabo por Universo Crowdfunding, en España, confirma el incremento significativo del *crowdfunding* inmobiliario que, en el año 2018, fue el tipo de *crowdfunding* que más recaudó, con casi 76 millones y medio de euros recaudados, y el segundo que más creció (después del de préstamos), con un aumento del 68,56 por ciento respecto del año anterior⁴⁸.

20; GARCÍA TERUEL, Rosa María, «Nuevas formas de inversión, nuevos riesgos para los consumidores. El *crowdfunding* o micromecenazgo inmobiliario», *Housing*, nº6, 2016, pp. 32-35; HERNÁNDEZ SAINZ, Esther, «El *crowdfunding* inmobiliario mediante contratos de cuentas en participación: una fórmula de inversión participativa ¿Alegal o prohibida?», ob. cit., pp. 127-148.

⁴⁶ También se identifica con el origen del *crowdfunding* inmobiliario el caso de la financiación del rascacielos el BD Bacatá en Bogotá, donde Rodrigo Niño, recurrió inicialmente a la figura del derecho fiduciario colombiano, creando la figura del FIDI, un acrónimo de dos conceptos: Financial District (Nueva York, es allí dónde está la sede central de su empresa) y de Figura Internacional de Derecho Inmobiliaria, para posteriormente desarrollarla como verdadero *crowdfunding*, en Nueva York, donde su empresa tenía el domicilio, regulado por el *Jobs Act (Jumpstar Our Business Star-ups Act)*.

Realmente el *Jobs Act* de 2012 recoge o da carta de naturaleza a una práctica que ya era habitual en Estados Unidos en los años veinte del siglo XX, y que fue excluida en la *Security Act* de 1933, y que se vuelve a recoger en 2012. Sobre los orígenes del *Crowdfunding* se recomienda la lectura de «*Crowdfunding in Wonderland Issuer And Investor Risks In Non-Fraudulent Creative Arts Campaigns Under The Jobs Act*», de EPSTEIN, Michael y HASHEIMI, Nazgole, *American University Bussines Law Review*, vol. 6. Issue 1. Disponible en <https://core.ac.uk/download/pdf/235411599.pdf>.

⁴⁷ University of Cambridge, Judge Business School; Cambridge Centre for Alternative Finance (2018), *Expanding Horizons*. Ob. cit., Disponible en: https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-ccaf-exp-horizons.pdf. [Consulta: 20 diciembre 2019].

⁴⁸ Teniendo en cuenta que el crecimiento de la financiación participativa total en España en el último año 2018 fue de un 62,12 % respecto del año anterior, el incremento del *crowdfunding* inmobiliario se sitúa por encima de esa media, según Universo Crowdfunding, Informe anual 2018. Disponible en https://www.universocrowdfunding.com/wp-content/uploads/UC_Informe-anual-del-Crowdfunding-ES-EN-2018_XX92-FO2P-XZA1-32IK.pdf. [Consulta: 15 febrero 2019]. Las razones de este aumento son la profesionalización de los servicios de *crowdfunding* y en el caso español y, con respecto al inmobiliario, este aumento es “debido a nuestra tradición y el peso que jugó el ladrillo en el crecimiento económico de los 90 y 2000s y su posterior crisis, el sector inmobiliario vuelve a crecer y cada vez tiene un peso más importante en el desarrollo de la economía española y por extensión en el desarrollo de la Financiación Participativa en España.”

Esta evolución confirma la tendencia del mercado a la especialización temática y sectorial y es un indicio del papel que este sistema de financiación puede desempeñar en el mercado inmobiliario. Se trata, sin duda, de un nuevo modelo de inversión inmobiliaria, con todas las incógnitas, problemas, retos y oportunidades que ofrece y que deben examinarse.

En España, el fenómeno surgió en 2015 con la plataforma destinada a tal efecto, Housers, a la que han seguido otras como: Civislend, Urbanitate, ICrowdhouse, The Urban Inveslar, Propo Crowd, Brick and People, Ethic Investors, y Brickstates⁴⁹. En total encontramos once plataformas de financiación participativa inmobiliaria y la mayoría de ellas se dedican al *crowdfunding* financiero e indirecto (*crowdlending* y *equity based crowdfunding*), aunque solo cuatro de ellas ofrecen las dos modalidades de inversión (Civislend, Urbanitae, Housers e Inveslar (The urban Investors)). La modalidad más utilizada en la práctica es el *equity crowdfunding* o *crowdequity*, que es la única opción ofrecida por varias de ellas (Icrowdhouse, Brocks & People, Ethic Investors y Brickstarter), mientras que solo una plataforma (ProprCrowd) se dedica en exclusiva al *crowdlending*. De estas plataformas, solo 6 se mantienen en 2018 activas, —son las únicas autorizadas y registradas para poder actuar en el sector inmobiliario—, siendo el líder de todas ellas, Housers, que recaudó ella sola el 21,4 por ciento del total recaudado a través de *crowdfunding* en España, seguida de ICrowdhouse⁵⁰. Todas ellas son intermediarias en el negocio de financiación entre inversores y promotores, y su actividad se encuentra regulada por la LFFE, como luego analizaremos.

3.2. Características y distinción de otras figuras

a) El crowdfunding inmobiliario se caracteriza, como ya hemos dicho, por el tipo de proyecto que se financia: un proyecto u operación inmobiliario. Este proyecto puede ser la compra de un solar para la construcción o desarrollo urbanístico, con el fin de revenderlo o alquilarlo, o la propia rehabilitación de un edificio ya construido con los mismos fines apuntados, o simplemente la compra de un inmueble para su alquiler o reventa.

b) El alto valor del inmueble que se adquiere o construye y su reconocibilidad en el tráfico dotan al proyecto de características especiales, como puede ser, la necesidad de que se otorguen mayores garantías a los inversores para su financiación, o que se complemente dicho tipo de financiación alternativa con una financiación tradicional - bancaria- a la que se le añaden también tradicionales garantías (hipoteca, crédito refaccionario, avales, prenda inmobiliaria...).

⁴⁹ Sobre las plataformas de CF inmobiliario que operan en España, véase: <https://www.brickfunding.com/es/plataformas/?fcountry=ES>.

⁵⁰ Véase el estudio realizado por RAMOS, Javier y GONZÁLEZ, Ángel, «La financiación participativa (*crowdfunding*) en datos», en AA.VV., Aspectos legales de la financiación en masa o crowdfunding (Cuena Casas, M., (dir.)), Tirant lo Blanch, Valencia, 2020, p. 144.

c) Como consecuencia de la característica anterior, y del alto valor del proyecto o inmueble que se quiere adquirir, surge una característica del *crowdfunding* inmobiliario no presente en otro tipo de proyectos: hay que asegurar y garantizar que ese inmueble se va a adquirir. Para ello, surge la obligación o compromiso del promotor de realizar la actividad a la que se comprometió (la construcción, rehabilitación, el arrendamiento, o venta), puesto que, si no lo hace, y a diferencia de otros tipos de *crowdfunding*, no se devuelven, sin más, las cantidades prestadas, sino que hay un verdadero ilícito civil, cuando no penal, en palabras de MORENO SERRANO⁵¹, viéndose obligado a realizar la prestación comprometida. Además, y como sugiere JIMÉNEZ PARIS⁵², deben llevarse a cabo una serie de operaciones jurídico-reales para asegurar o garantizar la compra de ese bien (por ejemplo, una opción de compra sobre el mismo inscrita en el Registro), y la consecuente inscripción de la propiedad del inmueble en el Registro de la propiedad, como medio de garantizar la propiedad a favor de la sociedad creada, asegurando así frente a terceros dicha adquisición. Creemos, a diferencia de esta autora, que quien debe inscribir la propiedad adquirida es el que adquiere el derecho, ya que, además, tiene más interés en ello (artículo 6 Ley Hipotecaria, LH) —que en este caso es la propia sociedad (inversores) que compró el inmueble en cuestión—, sin que sea necesario que la propia plataforma asuma esa obligación, aunque, por supuesto, podría pactarse como servicio accesorio que esta ofrezca.

d) Se trata, como también hemos adelantado, mayoritariamente de un *crowdfunding* de inversión, donde los inversores esperan obtener un retorno, a modo de dividendos, beneficios, renta, o plusvalía obtenida por la venta del inmueble que, en teoría, siempre es un valor importante.

e) A diferencia de otras figuras de inversión inmobiliaria, como pueden ser las SOCIMIS o los fondos, el inversor elige el inmueble (y/o operación inmobiliaria) concreta sobre el que quiere invertir, tratándose de una forma de inversión inmobiliaria directa y cada

⁵¹ MORENO SERRANO, Enrique, «La incidencia del *crowdfunding* inmobiliario en el desarrollo de las formas alternativas de financiación colectiva», *Anuario de Capital Riesgo*, 2017, p. 132. Disponible en <http://www.incari.org/index.php/es/anuario-capital-riesgo>. [Consulta: 12 enero 2020]

⁵² JIMÉNEZ PARIS, T., “Breve introducción al fenómeno del *crowdfunding* inmobiliario en España”, ob. cit., pp. 1589-11592. Afirma esta autora que para asegurar que el “el inmueble estará disponible para la compra” después de que la PFP obtenga la financiación correspondiente, el promotor debería previamente haber realizado un contrato de arras, o un precontrato de compraventa, o una opción de compra sobre el mismo, que debería inscribirse en el Registro. De esta forma, se asegura que el propietario del inmueble no lo enajene a tercero distinto de los inversores. Una vez adquirido, debería inscribir asimismo la propiedad en el Registro para impedir la existencia de un tercero hipotecario del 32 o 34 LH que prevaleciera sobre los nuevos adquirentes. Y como mediadas anteriores, considera Jiménez que correspondería también a la plataforma el asegurarse de que la finca está inmatriculada en el Registro, para dar a toda la operación de adquisición las consecuentes garantías de viabilidad y publicidad derivadas del registro. Considera esta autora -y compartimos con ella- que en la información que debe darse del proyecto inmobiliario a los inversores, debe aparecer también la información registral sobre la titularidad y cargas de ese inmueble; solo así con una correcta información registral y la inscripción posterior de la adquisición en el mismo, se garantiza que se cumple la obligación de adquirir el inmueble, característica propia de este *crowdfunding*.

una de ellas independiente; a diferencia de lo que ocurre en las SOCIMIS donde el inversor invierte su dinero de forma global, en una cartera inmobiliaria en la que existen diversos proyectos e inmuebles, elegidos por la propia entidad.

f) Del mismo modo, y para diferenciarlo de otras figuras que se le pueden asemejar, en el *crowdfunding* inmobiliario en su modalidad de *equity*, los inversores no adquieren la propiedad (o cuota) del inmueble que financian, sino solo participaciones en la sociedad que compra y gestiona esos inmuebles⁵³. No se trata, por tanto, de un tipo de copropiedad, ni mucho menos de derecho de aprovechamiento por turno, o mal llamada multipropiedad, pues el inversor no adquiere ni la propiedad, ni el uso de los inmuebles financiados, ni ningún derecho real sobre los mismos.

3.3. *Tipos de crowdfunding inmobiliario: hacia el concepto estricto del crowdfunding inmobiliario*

En este apartado, nos corresponde analizar los diferentes tipos o formas en qué puede realizarse la financiación inmobiliaria a través de *crowdfunding*, es decir, de la captación de fondos a través de pequeñas suscripciones por medio de plataformas electrónicas.

Ya hemos hablado antes de que el *crowdfunding* puede ser directo e indirecto, según sea la propia plataforma la que busque para sí la financiación —promotora del proyecto— o actúe como intermediaria para otros, y a su vez financiero o no financiero y según este último criterio podemos hablar de *crowdfunding* de donación y de recompensa (no financieros, pues no esperan rentabilidad o beneficio), o al *crowdlending* o *equity crowdfunding* como supuestos de *crowdfunding* de inversión, financieros y onerosos, que son los más importantes y los que están regulados a través de la LFFE, que se caracterizan por la expectativa de obtener beneficio.

Pero, el hecho de que estos dos últimos sean los que están legalmente regulados y los más frecuentes en la práctica, no exime de la posibilidad de que un proyecto inmobiliario (una compraventa, un alquiler, una construcción...) se financie a través de las otras dos figuras o modalidades de *crowdfunding* no financiero. Luego, al hablar de

⁵³ En contra, BRUSOLA, socio de Housers, que considera que, en el *crowdfunding* inmobiliario, los inversores son “propietarios” de un inmueble específico y concreto, elegido por el inversor; diferenciándolo del aprovechamiento por turno y de las SOCIMIS. No estoy de acuerdo con lo expresado por ese autor en lo relativo a que son propietarios del inmueble, puesto que en el *equity crowdfunding*, los inversores adquieren participaciones o acciones de la sociedad que va a adquirir el inmueble; cierto es que es una sociedad creada “ad hoc” para dicha adquisición, y que solo va a gestionar ese concreto inmueble, pero es esta la propietaria real del inmueble en cuestión, y no los inversionistas. Solo de una manera indirecta, y coloquial podríamos hablar de “propietarios”. Véase, BRUSOLA, Tono, «La compra de viviendas por participaciones: *Crowdfunding* inmobiliario», *Inmueble*, nº 165, 2016, p. 56. También secunda la tesis de que los inversores adquieren la propiedad del inmueble, REDONDO FAYA, Fernando, «*Crowdfunding* inmobiliario: una alternativa de inversión más democrática», ob. cit., p. 20. A favor, sin embargo, y confirmando nuestra tesis GARCÍA, Antonio, «El funcionamiento de las plataformas de *crowdfunding* inmobiliario», *Inmueble*, nº 169, 2017, p. 52.

los tipos o clases de *crowdfunding* inmobiliario debemos referirnos a todos ellos, para poder precisar, después, el concepto restringido de *crowdfunding* inmobiliario.

3.3.1. Crowdfunding inmobiliario no financiero: de donación y de recompensa

Incluye las dos modalidades dichas: de donación y recompensa⁵⁴. A través del *crowdfunding* de donación, «los usuarios realizan sus aportaciones económicas a un proyecto a título de mera liberalidad, sin recibir nada a cambio»⁵⁵. Es decir, los «inversores» aportan su dinero a un proyecto porque les gusta, por la propia satisfacción de contribuir al mismo, sin esperar otra contraprestación por ello (más allá de un reconocimiento, o agradecimiento, o incluso un pequeño detalle). La causa de este acto es la mera liberalidad.

Este tipo de *crowdfunding*, como «cuestación moderna», realizado a través de plataformas intermediarias, sin embargo, está excluido de la LFFE, en su artículo 46, pues, como ya se ha dicho, solo se regulan en esta ley las modalidades onerosas de *crowdfunding*, sin que pueda entenderse, por tanto, que las plataformas electrónicas intermediarias puedan considerarse como PFP propiamente dichas (plataformas de financiación participativa), y no están sujetas a los requisitos que se exigen a ellas, ni a los límites y garantías que impone la LFFE para el *crowdfunding* de inversión.

Por medio del *crowdfunding* de donación pueden financiarse cualquier tipo de proyecto y, en consecuencia, también un proyecto inmobiliario, pero, no parece lo más adecuado a su finalidad. No es el tipo idóneo para financiar estos proyectos, tanto por su elevada cuantía, como por la propia finalidad del proyecto (construcción, rehabilitación, compraventa, alquiler...) que, *a priori*, escapa de esa intencionalidad romántica que parece impregnar los proyectos objeto de donación, que tienen un móvil altruista, más que pecuniario: social, científico, cultural, de beneficencia... No obstante, y a pesar de todo, creemos que también sería aplicable para proyectos inmobiliarios con ese carácter social, o caritativo, como de ídoles cultural, educacional, o científico⁵⁶.

El *crowdfunding* inmobiliario de recompensa es una modalidad de *crowdfunding* en la que los financiadores aportan su dinero a cambio de un premio, o recompensa (un objeto o un servicio), que puede ser simbólico, como reconocimiento a su aportación,

⁵⁴ Sobre el *crowdfunding* no financiero véase: MACANÁS, Gabriel., «Sinalagma y onerosidad en el *crowdfunding* no financiero», *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, nº 8, 2018, pp. 49-80; CALDERÓN PATIER, Carmen, «La fiscalidad del *crowdfunding* no financiero», *Revista Quincena Fiscal*, nº 5, 2019, pp. 39-65; RAMÓN FERNÁNDEZ, Francisca, «Algunas cuestiones del mecenazgo y patrimonio cultural», *Revista de Derecho Patrimonial*, nº 37, 2015, pp. 245-269.

⁵⁵ CALLEJO RODRÍGUEZ, Carmen, «El *crowdfunding* de donación», en AA.VV., *Aspectos legales de la financiación en masa o Crowdfunding* (Cuenca Casas, M. (dir.), Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p. 151. Sobre *crowdfunding* de donación, véase también SOTO MOYA, María Mar, *Tributación del Crowdfunding*, ob. cit., 2018 y GIMENO RIBES, Miguel, «Aproximación a la naturaleza jurídica del *crowdfunding*», *Revista de Derecho Mercantil*, nº 291, 2014, pp. 1-26.

⁵⁶ Por ejemplo, la construcción de un hospital, hospicio, escuela para personas necesitadas...

incluyéndose, en este caso, dentro de los crowdfunding no financieros gratuitos, muy similar al de donación, equiparándose a este.

Esta modalidad está también excluida del ámbito de aplicación de la LFFE, en el mismo artículo 46, y respecto de ella, se puede reproducir lo ya dicho para el *crowdfunding* de donación: el propio motivo o móvil de la financiación hace difícil su aplicación a un proyecto inmobiliario, precisamente, por la dificultad de cuál pueda ser el objeto o servicio con el que se remunera la inversión inmobiliaria, no acabamos de ver su utilidad para los proyectos inmobiliarios pero podría servir, de nuevo, para operaciones sobre inmuebles de carácter social o benéfico⁵⁷.

En cualquier caso, coincido con HERNÁNDEZ SAINZ⁵⁸ en entender que el *crowdfunding* inmobiliario en sentido estricto no alcanza a estas dos modalidades gratuitas, pues este se caracteriza por obtener un retorno financiero o beneficio.

Cuando el premio o recompensa que se obtiene en el *crowdfunding* de recompensa, a cambio de la financiación, no es meramente simbólico, sino que tiene un valor equivalente al dinero aportado, hablamos del *crowdfunding* de recompensa propiamente dicho, pues es oneroso —hay contraprestación— aunque sigue siendo no financiero, pues no se espera un lucro o beneficio con ella.

Esta modalidad de *crowdfunding* de recompensa no se utiliza para el *crowdfunding* inmobiliario en la práctica, no entrando tampoco dentro del concepto de *crowdfunding* inmobiliario en sentido estricto, por el mismo motivo que los anteriores.

3.3.2. Crowdfunding inmobiliario financiero, indirecto e intermediado: el *crowdfunding* inmobiliario en sentido estricto

Cuando el financiador espera obtener una renta, beneficio, o, en definitiva, retorno financiero por su inversión o aportación para financiar un proyecto, nos encontramos ante un tipo de *crowdfunding* que denominamos financiero o de inversión. Se trata siempre de una operación lucrativa, y ese es el motivo, móvil o fin que mueve al particular a hacer su aportación pecuniaria a un concreto proyecto. Siempre espera retorno dinerario.

Dentro de esta modalidad, distinguimos, como ya hemos dicho en varias ocasiones, el *crowdlending* cuando el instrumento jurídico para aportar el dinero es un préstamo con intereses, que será la remuneración y el beneficio que obtenga el financiador; o el

⁵⁷ Sobre *crowdfunding* de recompensa, sus modalidades y naturaleza jurídica, véase: MEDINA ALCOZ, María, «El *crowdfunding* de recompensa», en AA.VV., *Aspectos legales de la financiación en masa o Crowdfunding* (Cuenca Casas, M. (dir.), Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, pp. 187-220. Afirma esta autora que es la modalidad de *crowdfunding* que más recauda para proyectos de finalidad recreativa, cultural y artística.

⁵⁸ HERNÁNDEZ SAINZ, Esther, «*Crowdfunding* inmobiliario: Alternativas para su articulación jurídica y riesgos para el inversor», ob. cit., p. 5.

equity crowdfunding cuando el instrumento jurídico que se utiliza para financiar es la adquisición de participaciones, acciones o valores negociables de la propia promotora, esperando obtener una rentabilidad por los mismos. Cuando los inversores adquieren obligaciones emitidas por la sociedad promotora, para financiarle nos encontramos con el *debt crowdfunding*.

Estas tres modalidades de *crowdfunding* financiero son las que específicamente recoge y regula la LFFE, convirtiendo a las plataformas que lo hacen posible en las auténticas PFP, que están muy reguladas, con estrictas limitaciones legales para su funcionamiento como ya dijimos. Sin embargo, el *debt crowdfunding* no está teniendo mucha aplicación en España, y tampoco, en consecuencia, en el sector inmobiliario, por lo que lo descartamos como modalidad del concepto estricto de *crowdfunding* inmobiliario que pretendemos definir⁵⁹.

También podría realizarse el *crowdfunding* inmobiliario financiero a través de contratos en cuenta de participación, no regulados por la LFFP, cuya licitud ha sido cuestionada por la doctrina, al ser una vía de escape a los rígidos corsés que impone la LFFE⁶⁰. Consiste esta modalidad en aquella forma de financiación en masa en la que la retribución del inversor es una participación en los beneficios o pérdidas derivados de la gestión del inmueble. Se celebra un contrato en cuenta de participación entre el promotor y cada uno de los inversores, que pasan a ser gestores del proyecto.

Pues bien, el *crowdfunding* inmobiliario en sentido estricto es el financiero pues, como dijimos al definir sus características, se identifica por ser siempre un *crowdfunding* de inversión donde los particulares inversores esperan obtener beneficio a través de los intereses que se les paguen, de los dividendos obtenidos por sus participaciones, o de la venta o renta del inmueble que se financia. Sin embargo, y a pesar de ser financiero, dejamos fuera del concepto estricto de *crowdfunding* inmobiliario, la modalidad de cuentas en participación, por su dudosa legalidad, y por la poca aplicación que tiene en la práctica, para centrarnos en las otras dos modalidades reguladas en la LFFE: *crowdlending* y *equity crowdfunding*.

Además, entendemos que el *crowdfunding* inmobiliario propiamente dicho es solo el indirecto, es decir aquel en el que la plataforma capta la financiación para terceros y no para ella; la plataforma es una intermediaria entre inversores y promotores, no es el propio promotor. Esta forma de obtener financiación se utiliza con menos frecuencia y, además, como las plataformas que no son intermediarias no están contempladas en la LFFP, —que las excluye expresamente pues solo contempla supuestos de plataformas

⁵⁹ En este sentido, descartando la viabilidad del *debt crowdfunding* en el sector inmobiliario, véase JIMÉNEZ PARIS, Teresa, «Breve introducción al fenómeno del *crowdfunding* inmobiliario en España», ob. cit., p. 1581 y a MORENO SERRANO, Enrique, «La incidencia del *crowdfunding* inmobiliario en el desarrollo de las formas alternativas de financiación colectiva», ob. cit., p. 139.

⁶⁰ Véase HERNÁNDEZ SÁINZ, Esther, «El *crowdfunding* inmobiliario mediante contratos de cuentas en participación: una fórmula de inversión participativa ¿Alegal o prohibida?», ob. cit., pp. 127-148.

que medien para la financiación de terceros⁶¹—, para evitar fraudes y proteger a los inversores, han sido cuestionadas por la propia Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), por lo que debemos descartarlas como contenido esencial del *crowdfunding* inmobiliario.

En consecuencia, entendemos que el verdadero *crowdfunding* inmobiliario en sentido estricto y en cuyo estudio nos detenemos en el apartado siguiente debe ser el *crowdfunding* indirecto e intermediado por las PFP, ya que es el más seguro, con mayor protección para el inversor, con finalidades de retorno financiero (inherentes a la inversión inmobiliaria) y en consecuencia el más usado en la práctica; es decir, el que coincide con el ámbito objetivo de la propia LFFE: el *crowdlending* y el *crowdequity*.

3.4. Ventajas e inconvenientes del Crowdfunding inmobiliario

3.4.1. Ventajas

¿Por qué ha tenido este auge el *crowdfunding* inmobiliario? Porque ha supuesto, en general, una nueva posibilidad, para multitud de inversores anónimos y con pequeños capitales, de invertir en el sector o mercado inmobiliario, con promesas de rentabilidad. Como suelen decir las plataformas que se dedican a ello, el *crowdfunding* inmobiliario ha supuesto «la democratización de la inversión inmobiliaria⁶²». De este modo, como ventajas de esta nueva forma de financiación e inversión podemos destacar:

a) Hace posible la inversión a partir de pequeñas aportaciones (desde 50 euros) en proyectos inmobiliarios, que hasta el momento eran impensables, y estaban reservados a los grandes capitales, permitiendo la entrada al pequeño ahorrador.

b) Diversifica el riesgo de la inversión inmobiliaria, ya que permite al inversor repartir su capital en distintos proyectos independientes, con aportaciones de escaso valor autónomas, lo que permite que, aunque un proyecto determinado fracase, no pierda más que una pequeña parte, pudiendo obtener la rentabilidad buscada en otro proyecto diferente que sea un éxito. Se contraponen, así, a otras formas de financiación inmobiliaria en las que se invierte en un fondo o cartera inmobiliaria que reúne un conjunto de operaciones o proyectos que escapan al control del inversor y que, si va

⁶¹ Así se desprende de la definición de PFP que hace el artículo 1 de la LFFE: “Son plataformas de financiación participativa las empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores”.

⁶² Véase la opinión de BRUSOLA, socio director de Housers, una de las principales plataformas de financiación participativa inmobiliaria en España, en BRUSOLA, Tono, «La compra de viviendas por participaciones: *Crowdfunding* inmobiliario», ob. cit., p. 54.

mal el fondo en general, su inversión fracasa. Por ello, puede incluso contribuir a que no se forme una nueva burbuja inmobiliaria en este sector.

c) El inversor no gestiona directamente el inmueble adquirido, sino que es la sociedad creada *ad hoc* para ello quien se encarga de toda la «engorrosa» gestión que supone un inmueble. El inversor solo aporta capital y obtiene, en su caso, los beneficios esperados.

d) La obtención de beneficios o alta rentabilidad: si el proyecto sale adelante y se obtiene la financiación pretendida, es bastante segura. Sobre todo, si se trata de la modalidad de *equity*, donde el inversor puede recibir un doble beneficio o retorno: el de las rentas del alquiler del inmueble adquirido y, si este se vende con posterioridad, el dinero de la reventa. En el *crowdfunding*, se obtienen los intereses pactados en el préstamo.

e) Puede tener una finalidad social y comunitaria, en el sentido de que gracias al *crowdfunding* inmobiliario se financian muchos proyectos de rehabilitación de edificios que pueden redundar en la mejora de las ciudades y de sus vecinos.

3.4.2. Inconvenientes

Como riesgos generales del *crowdfunding* inmobiliario, podemos destacar los siguientes, sin perjuicio de que luego analizamos los riesgos o problemas concretos que cada modalidad de *crowdfunding* inmobiliario en sentido estricto comporta.

a) La facilidad y «democratización» de la inversión inmobiliaria, accesible ahora al pequeño ahorrador, tiene una doble cara: el riesgo de pérdida del valor invertido por el desconocimiento de la operación que financian y sus consecuencias. Es muy sencillo y «barato» invertir a través del *crowdfunding* inmobiliario, pero, eso mismo, hace que el inversor pequeño (no acreditado en palabras de la LFFE), desestime o no tenga en cuenta que puede perder ese dinero por las circunstancias del mercado. Es necesario, en consecuencia, para paliar este riesgo, la debida información al pequeño inversor tanto de los aspectos económicos como jurídicos para evitar — o al menos advertir— los riesgos que conlleva.

b) Entre esos riesgos económicos, desconocidos por el pequeño inversor, se encuentra la fluctuación de los mercados, que pueden disminuir la rentabilidad de los alquileres o hacer bajar el precio de venta de los inmuebles, no obteniéndose los beneficios esperados. Es un mercado especializado que no todo el mundo conoce.

c) Pero, además, uno de los mayores riesgos del *crowdfunding* inmobiliario es que el inmueble en cuestión no se llegue a construir, o no se venda o no se alquile, frustrando de este modo cualquier expectativa de beneficio o rentabilidad, e incluso de pérdida de la inversión.

d) En cuarto lugar, el hecho de que —normalmente— los pequeños inversores sean consumidores, añade a esta operación las dificultades propias de toda contratación con consumidores, en cuanto a su debida información y garantías, que pueden encarecer y ralentizar el *crowdfunding* inmobiliario.

e) En este sentido, habrá que informar al inversor-consumidor de los riesgos jurídicos inherentes a su operación sobre todo cuando se trate de constitución de una sociedad *ad hoc (equity)*, o sobre la falta de garantías o derechos reales que tiene el inversor (préstamos).

f) Esa falta de información económica y jurídica puede conducir a la desconfianza de los pequeños inversores en esta modalidad de financiación, lo que puede traer como consecuencia su menor utilización, prevaleciendo los riesgos y «miedo a lo desconocido» a las ventajas de su aplicación. Debería implantarse una mejor educación financiera para paliar los efectos negativos de la desinformación de este método de financiación.

g) Por último, este tipo de financiación inmobiliaria supone o provoca un sinnúmero de riesgos geográficos cuando el proyecto inmobiliario que se financia radique en suelo extranjero, fuera del territorio nacional. En estos casos, la legislación aplicable a la operación financiera, las garantías que se deben establecer, la regulación de las plataformas intermediarias, etc., han de determinarse conforme a criterios no siempre fáciles de conocer y genera, en consecuencia, inseguridad jurídica⁶³.

4. REVISIÓN CRÍTICA DEL *CROWDLENDING* Y *EQUITY CROWDFUNDING* INMOBILIARIO

Como hemos definido antes, el *crowdlending* y el *equity crowdfunding* constituyen el *crowdfunding* inmobiliario en sentido estricto.

Ambas modalidades son modelos de *crowdfunding* indirecto e intermediado por plataformas de financiación participativa (PFP), y reguladas en la LFFP de 2015 y, por tanto, sometidas a ella, a las que les es de aplicación todo lo ya dicho anteriormente. Sin embargo, tenemos que ver en este apartado cómo funcionan en la práctica y qué problemas y riesgos suscitan cuando ambos modos de financiación colectiva financian un proyecto inmobiliario.

4.1. *Crowdlending*: funcionamiento y problemas

El *crowdlending* inmobiliario está regulado y definido en el artículo 50 c) LFFE⁶⁴, y consiste en lo siguiente: el promotor (inmobiliario) publica y obtiene la financiación de

⁶³ Sobre esta cuestión, véase el amplio estudio realizado por JIMÉNEZ PARIS, Teresa, «Riesgos geográficos que presenta el *crowdfunding* de inversión y de créditos para proyectos inmobiliarios», *Revista Crítica Derecho Inmobiliario*, nº 774, 2019, pp. 2115-2133.

⁶⁴ Artículo 50 LFFE Formas de financiación participativa

«1. Los proyectos de financiación participativa podrán instrumentarse a través de:

su proyecto a través de la plataforma elegida, por medio de un préstamo que surge de las aportaciones que realizan los inversores para ese proyecto. Se trata de un préstamo con intereses, que son la rentabilidad que dichos inversores recibirán, amén de la devolución del principal a cada uno de ellos cuando el proyecto termine. Por lo tanto, en esta modalidad, los inversionistas se convierten en prestamistas⁶⁵ que recuperarán su inversión más la renta generada por los intereses, siendo el prestatario el promotor del proyecto.

Todo esto se realiza a través de la plataforma intermediaria que con sus sistemas tecnológicos de análisis de datos (*Big data*) es capaz de ofrecer entre todos los proyectos que se presentan, aquel que resulte de mayor interés a sus inversores, y casar la oferta con la demanda⁶⁶.

Su misión, *a priori*, es de intermediación o mediación, como ya dijimos, sin que las plataformas sean parte en el contrato de préstamo, ni otorguen, en consecuencia, la financiación requerida. No se dedican a captar recursos de los ahorradores, sino que se limitan a poner en contacto a prestamistas y prestatarios. Por ello, aunque deben estar autorizadas por la CNMV, no están sujetas a la rígida supervisión de las entidades financieras y de crédito, sin que les sea aplicable la legislación ni nacional ni europea al respecto. Aunque, como ya dijimos, sus funciones añadidas, como la valoración del riesgo, la calificación del proyecto, etc., se exceden de las tradicionales funciones de mediación, propias de los intermediarios de la sociedad de la información, y por eso, se les exige ciertos requisitos de acceso y control, pues son intermediarios financieros.

La plataforma es la representante de los inversores frente al promotor, y quien suscribe el contrato de préstamo con este una vez que se ha alcanzado la cantidad necesaria para la financiación, y será la encargada de ejercitar, después, todas las acciones que se

-
- c) La solicitud de préstamos, incluidos los préstamos participativos, en cuyo caso se entenderá por promotor a las personas físicas o personas jurídicas prestatarias».

⁶⁵ Matiza, con razón, CUENA CASAS que en este caso, los inversores no son realmente tales, sino verdaderos prestamistas, (cunea casas, p. 339), porque no aportan activos, sino pasivos, al deudor, (ellos son sus acreedores), no son en ningún caso copropietarios del negocio (pues no adquieren valores ni participaciones sobre el mismo), ni, en definitiva, se implican en él, y en consecuencia no les afecta la marcha del mismo (su fracaso), mientras que esto sí ocurre al inversor en *equity*, cuyos beneficios dependerán del éxito en la gestión del proyecto. CUENA CASAS, Matilde, 'Régimen jurídico aplicable a los contratos de préstamo a través de plataformas de financiación participativa», en AA.VV., *Aspectos legales de la financiación en masa o crowdfunding* (Cuenta Casas, M. (dir.)), Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, pp. 348- 349.

⁶⁶ Como afirma BRUSOLA, "el *crowdfunding* inmobiliario implementa herramientas *Big Data* que se define como la gestión y análisis de enormes volúmenes de datos que de manera convencional no pueden ser tratados ya que superan la capacidad de las herramientas de software habitualmente utilizadas. El objetivo de este conjunto de herramientas es convertir los datos en información útil y relevante y que simplifique la información ayudando al cliente facilitando la toma de decisiones. Así es como se permite conocer entiendo real datos tan importantes para el inversor como la calidad de la zona, número de inmuebles, superficie y número de dormitorios semejantes en ese lugar, el precio medio del metro cuadrado de la zona concreta donde se sitúa un determinado inmueble y su variación en el tiempo y en base a ello tomar una u otra decisión". BRUSOLA, Tono, «La compra de vivienda por participaciones. El *crowdfunding* inmobiliario», ob. cit., p. 56.

necesiten para el correcto desenvolvimiento del mismo y la ejecución de sus prestaciones.

Por lo tanto, el contrato de préstamo no se celebra hasta que se ha obtenido la total financiación deseada; entonces, la cantidad obtenida se traspasa al promotor, sin que entre en ningún momento en el balance de la plataforma, aunque sea ella la que realice esta gestión —si es que es híbrida y puede realizar también este servicio (artículo 11 LFFE)— o la realice una entidad de servicios de pago independiente.

Suelen ser préstamos a corto plazo, de 1 a 3 años, y tienen un elevado riesgo por el posible impago del promotor y, como luego veremos, los inversores no disponen del posible doble retorno que existe en el *equity*, pero se compensa con la mayor rentabilidad que pueden suponer los intereses pactados.

En la práctica, estos préstamos se complementan con financiación bancaria tradicional, préstamos de entidades financieras, para que el promotor se asegure obtener toda la cantidad que necesita para su proyecto, pues esta suele ser elevada.

En teoría, puede establecerse como añadido al préstamo en masa, una garantía hipotecaria que recae sobre el propio inmueble que se financia, lo que añade una ventaja comparativa a otros tipos de *crowdlending* que no cuentan con un objeto de inversión sobre el que se pueda establecer hipoteca u otra garantía real suficiente. Esta garantía hipotecaria ofrece seguridad a los inversores ya que, a través de la realización en valor de la misma, pueden recuperar la inversión realizada. Sin embargo, el alto coste de constitución de la hipoteca a favor de una pluralidad de inversores o prestamistas suele hacer fracasar este intento de garantía⁶⁷. Y no puede olvidarse que existe una prohibición de hipotecar el inmueble que se financia cuando se trate de la vivienda habitual del promotor, y esta restricción es mayor si el promotor se trata de un consumidor, ya que la prohibición de hipotecar se extiende a cualquier inmueble de su propiedad⁶⁸. Todo ello dificulta enormemente la posibilidad de establecer la garantía real que asegura con prioridad el cobro del préstamo concedido.

Por otra parte, en esta modalidad de préstamo, el inmueble financiado puede estar afecto a otras deudas anteriores y garantizadas con prioridad al crédito obtenido por la financiación en masa —si no se cuenta con una garantía hipotecaria sobre él— y, por lo

⁶⁷ En este sentido, HERNÁNDEZ SAINZ, Esther, «*Crowdfunding* inmobiliario. Alternativas...», ob. cit., p. 10.

⁶⁸ La LFFE establece estas prohibiciones en sus arts.: 74 y 87 las siguientes restricciones:

Artículo 74. Idoneidad de los préstamos concedidos

1. Los préstamos concedidos quedarán sujetos al régimen jurídico al que estén sometidos.
2. Los proyectos basados en préstamos no podrán incorporar una garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual del prestatario.

Artículo 87. Prohibición de préstamos o créditos hipotecarios en proyectos con consumidores

Las plataformas de financiación participativa no publicarán proyectos en los que los consumidores soliciten un préstamo o crédito con garantía hipotecaria.

tanto, los prestamistas pueden no ser los primeros en cobrar, viéndose relegados a una posición desfavorable, lo que aumenta el riesgo de impago.

En definitiva, con estas restricciones y dificultades prácticas, en el préstamo de financiación participativa inmobiliario se pierde una de las garantías propias de todo préstamo inmobiliario, como es la hipoteca, que asegura el cumplimiento de la obligación garantizada con efectividad, y ello, entiendo, conduce a un mayor riesgo en este tipo de préstamos y por eso, no son tan útiles y efectivos en la práctica.

Por otra parte, el *crowdlending* —al igual que en el *crowdequity*—, supone riesgo de iliquidez para la inversión. El capital invertido (o prestado) solo podrá recuperarse cuando el préstamo se amortice y en los plazos y condiciones pactadas, sin que sea posible su recuperación ni transmisión de forma distinta.

Por último, y también común en la otra forma de *crowdfunding* intermediada, el desconocimiento del inversor del sector inmobiliario, de las condiciones reales del inmueble que pueden verse distorsionadas por la propia plataforma que las oferta, unido al perfil no profesional del prestamista, hace que su inversión sea de riesgo, pues puede no estar bien contrastada, y puede errar en la selección del proyecto, no siendo el más adecuado a sus intereses.

4.2. *Equity Crowdfunding: funcionamiento y problemas*

El *equity crowdfunding*, o *crowdequity*, está regulado en el artículo 50.1.b) LFFE⁶⁹ y, a diferencia del anterior, supone que el promotor publica su proyecto a través de la plataforma (que ofrece la descripción del proyecto y del negocio, pero normalmente no lo evalúa ni realiza un *scoring* sobre el mismo)⁷⁰, y los inversores deciden invertir en él (tras un análisis de sus características, precio, situación, etc.), con una cantidad determinada con la que adquieren participaciones o acciones de la sociedad creada *ad hoc* por el promotor para realizar ese proyecto inmobiliario⁷¹.

De este modo, cuando se ha alcanzado el nivel requerido de financiación (el 100%), se constituye esa sociedad, normalmente limitada, cuyo capital social está compuesto por las aportaciones de los inversores y en la proporción realizada, que se transfieren a ella,

⁶⁹ Artículo 50 LFFP 1.: «Los proyectos de financiación participativa podrán instrumentarse a través de:
b) La emisión o suscripción de participaciones de sociedades de responsabilidad limitada, en cuyo caso se entenderá por promotor a la sociedad de responsabilidad limitada que vaya a emitir las participaciones.»

⁷⁰ Esto ocurre así, a diferencia del *crowdlending*, donde la plataforma sí que analiza el riesgo de los proyectos. En este sentido, por ejemplo, la Propuesta de Reglamento Europeo sobre los proveedores europeos de servicios de *crowdfunding* (ECSP) para empresas y particulares por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 2017/1129, prohíbe a las PFP de *equity* que realicen actividades de *scoring* de los proyectos; igualmente, se manifiesta ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, Segismundo, «*Crowdfunding* de inversiones (*equity crowdfunding*)», ob. cit., p. 316.

⁷¹ Por supuesto, el uso de las nuevas herramientas digitales y *Big Data* para la selección y adecuación de los proyectos a los inversores a través de las plataformas tiene el mismo papel e importancia que lo que hemos explicado para el *crowdlending*.

convirtiéndose en socios. A continuación, la sociedad adquiere el inmueble y se lleva a cabo el proyecto inmobiliario (la construcción o rehabilitación) por parte de la sociedad constituida, y después, o bien se vende, o bien se alquila el inmueble construido o rehabilitado, y los inversores reciben los beneficios de esa renta, y/o de la plusvalía de la venta, a través de los dividendos. El objeto social de la sociedad es único, y es precisamente esa adquisición inmobiliaria para su alquiler y/o venta. Si el inmueble adquirido se vende, después de su alquiler, los inversores o socios recibirán una nueva gratificación, otro retorno, por la venta posterior del inmueble que, probablemente, una vez cumplida la finalidad prevista en el objeto social, se repartirá entre los socios como cuota de liquidación de la sociedad (arts. 391-394 Ley de Sociedades de Capital, LSC)⁷². Esto es así, porque, una vez terminadas estas operaciones y tras la venta del inmueble, la sociedad se disolverá y liquidará sin más coste para el inversor.

Si no se llegara a alcanzar el 100% del importe previsto para el proyecto, se devolverá a cada inversor su aportación dineraria, dando por terminado —y fracasado— el procedimiento.

La sociedad, constituida por la gestora de la plataforma, es la única propietaria del inmueble, no los inversores, que no adquieren derecho real alguno sobre el mismo, y es la que se encarga del desarrollo y gestión del proyecto directamente, con la ventaja que eso supone, aunque con el inconveniente de que los inversores tampoco pueden decidir sobre su enajenación o establecimiento de gravamen. Esta sociedad será quien se encargue de las relaciones con los arrendatarios y de la defensa judicial y reclamaciones por los impagos de las rentas⁷³, quedando la plataforma totalmente al margen de lo acontecido una vez constituida la sociedad.

Probablemente, sea el *equity based crowdfunding* por sus mayores ventajas y la que mejor se adapta a la financiación inmobiliaria, la figura más utilizada en la realidad para los proyectos de este tipo, como a continuación veremos⁷⁴.

Sin embargo, son muchas, también, las dificultades y problemas que encontramos en este tipo de *crowdfunding*, y que se clasifican en dos grandes bloques: A) Los financieros, relativos al riesgo económico que asume el inversor con su concreta

⁷² En este SENTIDO GARCÍA TERUEL, Rosa María., «Nuevas formas de inversión, nuevos riesgos para el consumidor», ob. cit., p. 33.

⁷³ GARCÍA, Antonio, «El funcionamiento de las plataformas de *crowdfunding* inmobiliario», ob. cit., p. 52.

⁷⁴ En este sentido, también consideran que es el *equity crowdfunding* la forma más frecuente para la financiación de proyectos inmobiliarios: HERNÁNDEZ SAINZ, Esther, «*Crowdfunding* inmobiliario: Alternativas para su articulación jurídica y riesgos para el inversor», ob.cit, p. 6 y DE LA VEGA GARCÍA Fernando, «El inversor ante dos opciones de inversión inmobiliaria: Socimi y *Crowdequity*», *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, nº 152, 2018, pp. 1-13

inversión, y B) los societarios, derivados de su condición de socio de la sociedad constituida *ad hoc*⁷⁵.

A) Problemas o riesgos financieros:

1) Posibilidad de pérdida total o parcial de lo invertido en proyectos financiados a través de PFF. Como ya hemos dicho, este tipo de inversión no está exento de riesgo⁷⁶, máxime si tenemos en cuenta el perfil frecuente de poco experto del inversor en este tipo de financiación al alcance de un solo clic. Este riesgo no se matiza o suaviza por el hecho de que la inversión sea en un inmueble, pensando que este puede responder con su valor de aquella, porque, como ya hemos dicho, el inversor no adquiere ningún derecho real sobre aquel: ni la propiedad, ni tampoco tiene un derecho de hipoteca, o garantía real, sobre él que garantice su inversión.

2) Dificultad de rentabilizar la inversión. Además, puede que el inversor inmobiliario no pierda el capital invertido, pero, la inversión a través del *crowdequity* puede tener dificultades a la hora de obtener los beneficios esperados provenientes de las rentas del alquiler a través de los dividendos, porque la sociedad puede decidir no repartir dividendos, sobre todo en la fase inicial del proyecto, para reinvertirlos, o porque realmente no se han generado, o porque se decida un aumento de capital, produciéndose la dilución de las participaciones. Esto es posible ya que, recordemos, los inversores son socios en la nueva sociedad *ad hoc*, pero no son propietarios del inmueble, y no deciden sobre él, y además al ser socios minoritarios, no tienen capacidad de decisión en la sociedad.

3) Muy unido a lo anterior, surge el problema de la iliquidez de su inversión, porque no existe, como dice HERNÁNDEZ SAINZ⁷⁷, un segundo mercado donde el inversor pueda transmitir las participaciones descritas, máxime cuando la disposición de participaciones de una sociedad limitada está sometida a las limitaciones establecidas en la Ley de Sociedades de Capital (artículo 107 LSC).

B) Problemas societarios:

⁷⁵ Sobre los riesgos y problemas propios de *equity crowdfunding*, véase: NOVAL, Jorge, «Principios básicos de la regulación del *equity crowdfunding*», ob. cit., pp. 1-29. (disponible en Aranzdi Intituciones); ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, Segismundo, «*Crowdfunding* de inversiones (*equity crowdfunding*)», ob. cit., p. 316; HERNÁNDEZ SAINZ, Esther, «*Crowdfunding* inmobiliario. Alternativas para su articulación jurídica y riesgos para el inversor», ob. cit., pp. 9-11.

⁷⁶ Los proyectos financiados a través de *crowdfunding* muchas veces son de *start ups*, nuevos, desconocidos, en los que los promotores tampoco tienen suficiente experiencia, por lo que la media de fracaso se sitúa en torno al 50-80%, y cierran antes de 5 años según ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, Segismundo, «*Crowdfunding* de inversiones (*equity crowdfunding*)», ob. cit., p. 317. También insiste en esta idea NOVAL, Jorge, «Principios básicos de la regulación del *equity crowdfunding*», ob. cit. p. 9

⁷⁷ HERNÁNDEZ SAINZ, Esther, «*Crowdfunding* inmobiliario. Alternativas para su articulación jurídica y riesgos para el inversor», ob. cit., pp. 9-11

La condición de socio, sobretodo de socio minoritario, de los inversores en el *crowdequity*, suscita una serie de problemas y dificultades específicos de este tipo de *crowdfunding*.

1) En primer lugar, el poder de decisión sobre su posición jurídica y económica es escaso. El inversor puede hacer aportaciones de escaso valor, que se traducirán en su porcentaje en el capital social de la sociedad *ad hoc*, por lo que, con frecuencia, su participación en el mismo será baja⁷⁸. Ello hace que sean considerados como socios minoritarios y, por lo tanto, sin poder de decisión relevante en las decisiones de la sociedad. Por eso, no podrán influir en el reparto de dividendos, o en la venta del inmueble adquirido, ni proponer cambios en los administradores de la empresa, o en su estructura, decisiones todas ellas que deberán tomarse por mayoría (artículo 348 bis LSC)

2) La posibilidad de la dilución de las participaciones por un aumento de capital. Esto deriva estrechamente de lo anterior, la decisión del aumento de capital debe tomarse por mayoría en la que el voto del inversor minoritario no es relevante, y aunque tenga derecho de suscripción preferente (artículo 304 LSC), como apunta ALONSO ROYO-VILLANOVA⁷⁹, puede que en ese momento el inversor carezca de liquidez suficiente para hacer frente a ese aumento de capital, sin que el inversor pueda mantener su participación. Además, siguiendo a este autor, en determinados aumentos de capital puede incluso no tener ese derecho, cuando no se trate de aumento por aportaciones dinerarias.

3) Habrá que informarle al inversor consumidor de los riesgos jurídicos inherentes a su operación sobre todo cuando se trate de constitución de una sociedad *ad hoc* en la que participa, como son: el orden o prelación en el cobro de la inversión en caso de concurso de acreedores, la imposibilidad de recuperar la inversión mientras no se venda la vivienda, etc.⁸⁰.

⁷⁸ La mayoría de las ofertas de *crowdfunding* son por importes menores al 15% del capital, que pueden verse disminuidas en sucesivas rondas de financiación, según ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA. Este autor hace un examen detallado y prolijo sobre los problemas societarios de los inversores en las sociedades de *crowdfunding*, en el capítulo de libro citado ya varias veces: *Crowdfunding de inversiones (equity crowdfunding)*.

⁷⁹ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, Segismundo, «*Crowdfunding de inversiones (equity crowdfunding)*», ob. cit., p. 318.

⁸⁰ En este sentido GARCÍA TERUEL, Rosa María, «Nuevas formas de inversión. Nuevos riesgos para el consumidor», ob. cit., pp. 33-34, señala como riesgos derivados del carácter de consumidor del arrendatario los siguientes: «la situación de los inversores en caso de liquidación o situaciones concursales (serían los últimos en recuperar su inversión), su papel en la gestión de la sociedad *ad hoc* creada (acciones con o sin voto, régimen societario, etc.), la imposibilidad de recuperar la inversión antes de vender el inmueble, y la dificultad en transmitir las participaciones de la sociedad, las consecuencias de tener una fecha de enajenación de la vivienda determinada (que implica la posibilidad de perder capital en esta inversión si el valor de la vivienda disminuye)».

4) También como riesgos o dificultades jurídicas que se derivan del *crowdequity*, podemos señalar que el arrendatario del inmueble financiado, como señala GARCÍA TERUEL, puede ser un consumidor al que no le interese que su arrendador sea un inversor, por las dificultades que ello entraña y, en consecuencia, que sea más difícil alquilar el inmueble financiado y obtener las rentas correspondientes⁸¹.

4.3. *Protección e información al inversor y prestamista como solución a los problemas descritos: revisión crítica*

La mayoría de los problemas descritos anteriormente, riesgo de retorno de la inversión, pérdida de la misma, iliquidez, engaño o fraude por parte de la plataforma en la descripción del proyecto, falta de garantías suficientes en la inversión, falta de capacidad o poder de gestión y decisión sobre el inmueble y el proyecto elegido... hacen, como ya se ha puesto de relieve, que estas modalidades de financiación inmobiliaria sean de riesgo, y muchas veces se limiten.

Para tratar de solucionar estos problemas, el legislador, en la LFFE que regula expresamente el *crowdfunding* inmobiliario en sentido estricto —tal y como aquí se ha conceptualizado—, establece una serie de medidas de protección del inversor, tratando de paliar los efectos nocivos o peligrosos que estas formas de financiación pueden suponer frente a otras más tradicionales. Ya adelantamos que, siendo una batería de medidas adecuadas, no son a nuestro parecer suficientes, pues no acaban de afrontar y eliminar todos los problemas que se presentan a la hora de contratar⁸².

Las principales medidas de protección del inversor en la LFFE son las siguientes:

1) Obligaciones de transparencia: Las plataformas están obligadas a dar la información suficiente al consumidor tanto sobre el proyecto que se publica, como la forma exacta en que se va a financiar, sea un préstamo o sea mediante adquisición de valores. Es la plataforma quien debe velar por el cumplimiento de estas obligaciones de transparencia⁸³.

⁸¹ GARCÍA TERUEL, Rosa María, «Nuevas formas de inversión. Nuevos riesgos para el consumidor», ob. cit., p. 34, señala como riesgos para el arrendatario los siguientes: «un menor margen de negociación, fomento de alquileres de corta duración atendiendo a las fluctuaciones del mercado, tendencia a no inscribir el contrato para evitar que sea oponible ante terceros adquirentes (artículo 14 LAU) e imputación de gastos para maximizar el beneficio de las inversiones (artículo 20 LAU)».

⁸² Desde luego, el inversor de *crowdfunding* intermediado, a través de PFP, está mucho más protegido que el de un *crowdfunding* inmobiliario directo, a través de cuentas en participación o sociedad intermedia, que quedan fuera del ámbito de la LFFE, son «alegales» y por lo tanto están más desprotegidos.

⁸³ La Propuesta de Reglamento Europeo de Plataformas de financiación participativa (COM (2018) 113 final) también establece en el Capítulo IV las disposiciones sobre protección de los inversores y transparencia. De este modo, tal y como se recoge en la propia Exposición de Motivos del Reglamento, en el artículo 14 se afirma que «toda la información, incluidas las comunicaciones publicitarias, de los proveedores de servicios de financiación participativa a los clientes debe ser completa, clara y correcta.

a) En primer lugar, el artículo 61 LFFE establece unas obligaciones generales de información sobre el funcionamiento de la plataforma, forma de selección de proyectos, criterios de publicación, etc. Y además debe advertirse a los inversores de todos los riesgos que tiene su participación en los préstamos o adquisición de acciones o participaciones que ya hemos mencionado: pérdida del capital invertido, iliquidez, dilución del capital, posibilidad de no recibir dividendos, y no poder decidir en la sociedad, etc. También debe explicar que no se trata de una entidad de crédito ni de inversión, así como que los proyectos no están evaluados ni supervisados por la CNMV, amén de otras informaciones necesarias sobre la forma de actuar y proceder de las plataformas. Esta información debe proporcionarse siempre de forma clara y breve en la propia web, y cuando se trate de un inversor no acreditado, el artículo 83 LFFE incide y detalla más específicamente aquello de lo que debe informarse a ese inversor, más débil, requiriéndose entonces que se le envíe dicha información y se le advierta expresamente de los riesgos que corre para tratar de amortiguar el fracaso del proyecto inmobiliario que financia, y que este manifieste expresamente que ha sido advertido de ello (artículo 84 LFFE).

b) Información sobre el proyecto. La plataforma debe publicar toda la información necesaria sobre el proyecto que se va a financiar. Este debe quedar perfectamente explicado y comprensible en sus elementos esenciales para un inversor medio —no por tanto un experto— (artículo 70 LFFE)⁸⁴, y la plataforma publicará dicha información de forma completa (artículo 71 LFFE). Será el promotor quien responda ante el inversor de la información que proporcione a la plataforma para su publicación (artículo 73), derivándose de esto una responsabilidad civil del promotor con los inversores por la información que haya proporcionado a la plataforma, pero será esta quién deba recabar toda la información necesaria del promotor.

b') Si la financiación se lleva a cabo a través de un préstamo, además, el préstamo deberá venir perfectamente descrito en todos sus requisitos: descripción, riesgos,

El artículo 15 establece una evaluación inicial de la adecuación de los posibles clientes y determina que las plataformas deben ofrecer a los inversores la posibilidad de ver una simulación de su capacidad de soportar pérdidas. El artículo 16 describe los detalles, el contenido, la forma y el resto de los requisitos de la ficha de información esencial en materia de inversión. Los artículos 17 y 18 se refieren, respectivamente, al tablón de anuncios y el derecho del inversor de acceder a los registros.»

⁸⁴ El artículo 70 LFFE establece que deberá proporcionarse por la plataforma una descripción del proyecto en lenguaje no técnico, con información suficiente para que un inversor medio pueda tener un juicio fundado para tomar la decisión de financiar el proyecto.

modo de formalización, derechos vinculados, remuneración, amortización, y todos los detalles que exige el artículo 76⁸⁵.

b'') Si la financiación se hace a través de emisión de valores, acciones o participaciones, habrá que describir los detalles de la oferta de valores en cuanto al tipo y clase de valores descritos, descripción de sus características esenciales y riesgos, derechos vinculados, garantías y si están representados en títulos o anotados en cuenta (artículo 79 LFFE)⁸⁶.

c) Información sobre el promotor: En el *crowdfunding* inmobiliario, normalmente el promotor es una persona jurídica, por el elevado valor y complejidad en la realización del proyecto que se quiere financiar. Por eso, será necesario describir perfectamente quién es el promotor —persona jurídica— tal y como exige el artículo 78 LFFE para el supuesto de *crowdequity* (forma societaria, estructura del capital social y endeudamiento, número de empleados, descripción de la situación financiera, domicilio, número de registro, administradores ... etc.).

En el caso de que la financiación se hiciera a través de un préstamo, deberá identificarse al promotor persona jurídica en los mismo términos, y si fuera persona física (posible en este tipo de financiación, aunque no probable), bastará con su *curriculum vitae*, su domicilio y estado financiero y de endeudamiento (artículo 75 LFFE), si bien en este caso inicialmente podrá ocultarse quién es, siempre que se facilite dicha información al inversor antes de que haga la aportación pecuniaria⁸⁷.

2) Establecimiento de controles. Además, del deber de transparencia y la obligación de suministrar una buena y completa información al inversor para que pueda decidir libremente su aportación, para el correcto funcionamiento y evitar el intrusismo, el fraude o el engaño en esta forma de financiación, la ley establece una serie de controles tanto a las plataformas como a los promotores e inversores que deben cumplir para poder operar a través de la financiación *on line*.

⁸⁵ El artículo 76. LFFE establece la información necesaria que debe publicarse sobre los préstamos: características del préstamo, riesgos asociados a la financiación, modo de formalización del préstamo (escritura pública, lugar, gastos); derechos vinculados al préstamo y su forma de ejercicio; tipo de préstamo, importe total, duración, tasa anual equivalente y su fórmula, coste del préstamo con intereses, comisiones, impuestos, gastos, etc.; tabla de amortizaciones, tipo interés de demora, garantías,

⁸⁶ En el mismo sentido, el artículo 79 LFFE recoge la información que debe publicarse sobre la oferta de valores: descripción del tipo y clase valores ofertados, características esenciales y riesgos asociados a la inversión, indicación de si los valores están representados en forma de títulos o anotaciones en cuenta, descripción de los derechos vinculados a los valores y su forma de ejercicio y limitaciones, y las garantías aportadas.

⁸⁷ Compartimos con HERNÁNDEZ SAINZ, la crítica a esta posibilidad de ocultación inicial de los datos del promotor, pues es un elemento esencial a la hora de decidir invertir o no en un proyecto, conocer quién es el promotor y los datos de su solvencia. HERNÁNDEZ SAINZ, Esther, «*Crowdfunding*. Alternativas...», ob. cit., p. 16

De este modo, y como ya dijimos, las plataformas solo pueden ser empresas con domicilio en España y que estén autorizadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscritas en el registro a tal efecto (arts. 53 y 54 LFFE). Las PFP deben tener por objeto social exclusivamente las actividades propias de financiación participativa, ser sociedades de capital con una capital social de al menos 60.000 euros, y reunir todos los requisitos que exige para su ejercicio el artículo 55 LFFE⁸⁸, además de los recursos propios necesarios que se establecen en el artículo 56 LFFE y las garantías para hacer frente a una posible responsabilidad.

En cuanto a los promotores, si son personas jurídicas, deben estar constituidos en España u otro país de la Unión Europea, y si son físicas, deben tener residencia fiscal en España o en la Unión Europea. Se exige a los administradores de las personas jurídicas que no estén inhabilitados, ni cumpliendo condena por delitos de blanqueo de capitales, ni delitos contra hacienda y seguridad social (artículo 67 LFFE).

3) Limitaciones y prohibiciones. Por último, se establecen una serie de limitaciones, tanto cuantitativas como cualitativas, a los proyectos que se pueden financiar, como a

⁸⁸ Artículo 55. Requisitos para ejercer la actividad.

“Serán requisitos para que una entidad obtenga y mantenga su autorización como plataforma de financiación participativa los siguientes:

a) Tener por objeto social exclusivo la realización de las actividades que sean propias a las plataformas de financiación participativa, según lo dispuesto en este título y, en su caso, las actividades propias de una entidad de pago híbrida según lo previsto en el artículo 52.3 de esta Ley.

b) Tener su domicilio social, así como su efectiva administración y dirección, en territorio nacional o en otro Estado miembro de la Unión Europea.

c) Revestir la forma de sociedad de capital, constituida por tiempo indefinido.

d) Disponer del capital social al que se refiere el artículo 56 íntegramente desembolsado en efectivo y cumplir con los requisitos financieros a los que se refiere dicho artículo.

e) Que los administradores de la plataforma de financiación participativa sean personas de reconocida honorabilidad empresarial o profesional y posean conocimientos y experiencia adecuados en las materias necesarias para el ejercicio de sus funciones.

Concurre honorabilidad en quienes hayan venido mostrando una conducta personal, comercial y profesional que no arroje dudas sobre su capacidad para desempeñar una gestión sana y prudente de la plataforma. Para valorar la concurrencia de honorabilidad deberá considerarse toda la información disponible.

Tales requisitos de honorabilidad, conocimientos y experiencia serán exigibles también a los directores generales o asimilados de la plataforma de financiación participativa.

f) Disponer de una buena organización administrativa y contable o de procedimientos de control interno adecuados.

g) Disponer de los medios adecuados para garantizar la seguridad, confidencialidad, fiabilidad y capacidad del servicio prestado por medios electrónicos.

h) Disponer de un reglamento interno de conducta que contemple, en particular, los posibles conflictos de interés y los términos de la participación de los administradores, directivos, empleados y apoderados en las solicitudes de financiación que se instrumenten a través de la plataforma.

i) Prever mecanismos para que, en caso de cese de su actividad, se sigan prestando todos o parte de los servicios a los que se comprometió para los proyectos de financiación participativa que hubieran obtenido financiación.

las aportaciones que pueden realizar los inversores con el fin de minimizar los riesgos de su financiación y diversificarlos. De este modo, se limita a uno, los proyectos que puedan financiarse simultáneamente de un mismo promotor y su cuantía, ya que el importe máximo de captación de fondos se limita a 2.000.000 de euros por proyecto y año, y 5.000.000 anuales cuando los proyectos de dirijan a inversores acreditados (artículo 68 LFFE). Asimismo, el artículo 69 LFFE establece que es necesario establecer un objetivo y plazo de financiación para cada proyecto, que podrá ser superado en un 25%, pero que, si no llega a cumplirse, se devolverá el dinero al inversor.

En cuanto a las aportaciones de los inversores, quedan limitadas a 3.000 euros por proyecto publicado por una plataforma, para el caso de inversores no acreditados, lo cual conduce a la diversificación de su inversión, y a que la pérdida en su caso no sea muy elevada, aminorando uno de los problemas de riesgo más elevados que ya hemos comentado. También es posible una inversión total de 10.000 euros en un año en distintos proyectos de la misma plataforma (artículo 82.1 LFFE), pero tampoco podrán invertir más de 10.000 euros en un periodo de un año en el conjunto de plataformas, tal y como se desprende del 82.2 y 84.2b) LFFE. No se establece limitación cuantitativa alguna para los inversores acreditados.

Debemos insistir en la idea de que los acreditados son -de forma general- aquellos que tengan y demuestren, en su caso, experiencia y conocimiento financiero, cuya prueba puede ser exigida por las plataformas, a fin de que no eludan los límites de inversión, arrojándose de forma voluntaria la condición de acreditados (artículo 81.2c). 2º) LFFE.

Por último, se contemplan una serie de prohibiciones de garantías, con relación a la imposibilidad de ofrecer garantía hipotecaria para el proyecto, cuando el promotor sea un consumidor (artículo 87 LFFE), y en concreto, en la financiación a través de préstamo (*crowdlending*) se prohíbe al promotor (sea cual sea su consideración), establecer garantía hipotecaria sobre su vivienda habitual (artículo 74 LFFE). Estas prohibiciones se establecen, entendemos, como medidas de protección del promotor (consumidor o persona física) para que no pueda perder su vivienda habitual, porque la “vivienda habitual” es un concepto ligado a la persona física.

Con estas medidas, creemos que se hace frente a los principales riesgos derivados de la desinformación, ignorancia y carácter novel del inversor (sobre todo del no acreditado), pues se le proporciona información para la selección del proyecto, se controla que la plataforma sea un profesional autorizado y solvente que no va a engañar al inversor, se limitan sus aportaciones para evitar las pérdidas, solucionando muchos de los riesgos del *crowdfunding* inmobiliario expuestos en este artículo

No obstante, creemos que, aunque se trate de un avance, estas medidas de protección, o no son suficientes -en ocasiones-, o consiguen precisamente lo contrario de lo que se proponen, que es hacer más seguras estas transacciones financieras, más democráticas y más eficaces como mecanismos alternativos a de financiación inmobiliaria.

De este modo:

1) En cuanto a los deberes de transparencia exigidos en la ley a las plataformas, creemos que siendo buenos, cuando se trate de un *crowdfunding* inmobiliario, donde el valor del proyecto puede ser muy elevado, o bien, donde se puede financiar la propia vivienda habitual del promotor-consumidor, deberían extremarse las obligaciones de transparencia para el inversor, e incluso para el propio promotor, que debe ser informado también de los riesgos en que puede incurrir al optar por este tipo de mecanismo financiador. Habría que reformar los deberes de transparencia en el sentido que hace la Propuesta de Reglamento de plataformas de financiación participativa, incrementarlos, así como los mecanismos posibles para matizar la asimetría de información propia de estas operaciones (artículo 14). También sería conveniente establecer que las plataformas quedaran directamente bajo la supervisión de la CNMV, en parecidos términos a lo que establece la Propuesta de Reglamento Plataformas de financiación participativa, con respecto a la Autoridad Europea de Valores y Mercado (AEVM), en su artículo 12. Y, por último, creemos también aconsejable, al igual que se propone en la Propuesta de Reglamento citada, que se sometiera al inversor a una evaluación de sus conocimientos y comprensión del riesgo que entraña la operación (artículo 15). En cualquier caso, y como afirma NOVAL⁸⁹, el cumplimiento de las obligaciones de información no soluciona el problema ni garantiza que los inversores «se beneficien de ella y no vayan a asumir riesgos excesivos e imprudentes», pues esto será bueno para los inversores acreditados o conocedores del sistema, pero no para los no acreditados.

2) Por otra parte, y en relación a las limitaciones de inversión establecidos en la ley para proteger a los inversores no acreditados, restringiendo la cuantía de aquellas, puede traer como consecuencia que, en el *crowdfunding* inmobiliario, el promotor —y la plataforma— busque y quiera inversores acreditados, que no estén sometidos a estas limitaciones cuantitativas, porque, debido a lo elevado de la cuantía del proyecto financiado, pueda alcanzarse más rápidamente el 100% del capital requerido, a través de inversores acreditados. De este modo, lo que en principio parecía la democratización de la inversión inmobiliaria, puede convertirse en una inversión inmobiliaria elitista o aristocrática.

3) En tercer lugar, no entendemos la prohibición de ofrecer garantía hipotecaria cuando el promotor sea un consumidor, o en el caso de préstamo, que se hipoteque en garantía de aquel la vivienda habitual del promotor. Compartimos la protección a la vivienda habitual que se establece, para evitar que el promotor pierda el lugar de arraigo y desarrollo de su vida personal. Pero, no se entiende el supuesto general de prohibición a todo promotor consumidor, de hipotecar cualquier otro inmueble que le pertenezca. Como ya hemos dicho, esto supone un perjuicio en el *crowdfunding* inmobiliario, privando al proyecto de una garantía real como es la hipoteca, muy eficaz para el aseguramiento de la colocación de capitales, que debería poder añadirse como

⁸⁹ NOVAL, Jorge, «Principios básicos de la regulación del *equity crowdfunding*», ob. cit., p. 15.

garantía adicional que daría mayor seguridad a los inversores y, en consecuencia, al crédito territorial.

4) Por último, estas medidas establecidas en la LFFE no hacen frente a otros problemas específicos y propios del *crowdfunding* inmobiliario, que ya enumeramos, como puede ser la obligación por parte del promotor de llevar a cabo el proyecto inmobiliario. Como ya dijimos, a diferencia de otros tipos de *crowdfunding*, el promotor debe construir, comprar, rehabilitar o alquilar el inmueble que se comprometió, y si no lo hace, además de fracasar el proyecto, y tener que devolver el importe de las inversiones realizadas (riesgo inherente a todo *crowdfunding*), puede incurrir en un ilícito civil, con una mayor responsabilidad. Hay que tratar, por tanto, de asegurar o garantizar el cumplimiento de esa principal obligación del promotor; instrumentando las garantías adicionales para ello (inscripción registro de la propiedad o derecho sobre el inmueble para su oponibilidad, opción de comprar, derechos de retracto para los inversores ante pérdida jurídica, etc.).

Tampoco se ofrece solución a los problemas derivados del riesgo transfronterizo, cuando se invierte en inmuebles o proyectos inmobiliarios que radican en el extranjero; deberían establecerse las normas de conflicto y competencia aplicables a estos supuestos.

Todo ello nos lleva a plantearnos la necesidad de que se introduzcan reformas en la LFFP, o en el futuro Reglamento europeo de Plataformas de financiación participativa, cuando se financien proyectos inmobiliarios donde, por sus especiales características, deben regularse o modificarse los aspectos que se acaban de mencionar.

Mientras no se otorguen todas las garantías necesarias y se adopten las medidas que desde aquí se advierten —o similares—, no es de extrañar que para las grandes operaciones financieras inmobiliarias, debido a la inseguridad y riesgos que todavía supone el *crowdfunding* inmobiliario, se siga recurriendo a los mecanismos de financiación tradicional, sobre todo bancarios, para el pequeño promotor; o que se acuda a los fondos de inversión inmobiliaria para los grandes promotores e inversores, puesto que ofrecen más seguridad en las operaciones inmobiliarias.

En conclusión, los mecanismos de financiación alternativa *on line*, a través de plataformas intermediarias, *crowdlending* y *equity crowdfunding*, no son todavía una fuente de financiación inmobiliaria solvente y segura, pero, sin embargo, siguen creciendo en la práctica, lo que puede conducir en un momento determinado a graves problemas jurídicos y sobre todo económicos, a los que el legislador debe hacer frente de antemano para tratar de evitarlos.

BIBLIOGRAFÍA

ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, Segismundo, «*Crowdfunding* de inversiones (*equity crowdfunding*)», en AA.VV., *Aspectos legales de la financiación en masa o crowdfunding* (Cuenca Casas, M. (dir.)), Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, pp. 309- 346.

— «Financiación para empresas innovadoras. Capital riesgo, *business angels*, *crowdfunding*», *Diario La Ley*, nº 8033, 2013, pp. 4-25.

BOTSMAN, Rachel, ROGERS, Roo, *What's mine is yours: the rise of collaborative consumption*, Nueva York, Harpers Collins, Publishers, 2010.

BRUSOLA, Tono, «La compra de viviendas por participaciones: Crowdfunding inmobiliario», *Inmueble*, nº 165, 2016, pp. 54-57.

BUENO PARAMIO, Eva y ORTEGA RUEDA, José David, «*Crowdfunding*: una vía para la financiación empresarial en la sociedad de la información», *Revista de Fiscalidad Internacional y Negocios Transnacionales*, nº 11, 2019, pp.1-18.

CACCURI MELHEM, Daniela, «El *crowdfunding* y sus múltiples formas», *Austral Comunicación*, Volumen 3, junio, 2014, pp. 1-9.

CALDERÓN PATIER, Carmen, «La fiscalidad del *crowdfunding* no financiero», *Revista Quincena Fiscal*, nº 5, 2019, pp. 39-65.

CALLEJO RODRÍGUEZ, Carmen, «El *crowdfunding* de donación», en AA.VV., *Aspectos legales de la financiación en masa o Crowdfunding* (Cuenca Casas, M. (dir.)), Tirant lo Blanch, Valencia, 2020, pp. 151-186.

CUENA CASAS, Matilde., «Régimen jurídico aplicable a los contratos de préstamo a través de plataformas de financiación participativa», en AA.VV., *Aspectos legales de la financiación en masa o crowdfunding* (Cuenca Casas, M. (dir.)), Tirant lo Blanch, Valencia, 2020, pp. 347-383.

— *Las fintech de préstamos o crowdlending. La contratación a través de plataformas intermediarias en línea*, Reus, Madrid, 2019.

DE LA VEGA GARCÍA, Fernando, «El inversor ante dos opciones de inversión inmobiliaria: Socimi y Crowdequity», *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, nº 152, 2018, pp. 1-13.

ESCRICHE PÉREZ, Jordi, «Financiación Inmobiliaria», en *Modulo 2 sobre Financiación y Promoción Inmobiliaria*, UOC, 2012. Disponible en http://openaccess.uoc.edu/webapps/o2/bitstream/10609/55681/3/Promoci%C3%B3n%20y%20financiaci%C3%B3n%20inmobiliaria_M%C3%B3dulo2_Financiaci%C3%B3n%20inmobiliaria.pdf [Consulta: 12 enero 2020]

EPSTEIN, Michael y HASHEIMI, Nazgole, «Crowdfunding in Wonderland Issuer and Investor Risks In Non-Fraudulent Creative Arts Campaigns Under The Jobs Act», de *American University Bussines Law Review*, vol. 6. Issue 1. Disponible en <https://core.ac.uk/download/pdf/235411599.pdf>.

FLORES SEGURA, Marta, «Protección del inversor en operaciones de *crowdlending*», *Revista Ceflegal. CEF*, nº 202 (noviembre), 2017, pp. 5-46.

GARCÍA TERUEL, Rosa María, «Nuevas formas de inversión, nuevos riesgos para los consumidores. El *crowdfunding* o micromecenazgo inmobiliario», *Housing*, nº6, 2016, pp. 32-35.

GARCÍA-OCHOA MAYOR, David y NARVÁEZ BARBA, Inés, «Economía colaborativa y financiación», *Diario La Ley*, nº 8807, de 20 de julio, 2016, pp. 1-14.

GARCÍA-PITA LASTRES, José Luis, *Plataformas de financiación participativa y financial crowdfunding*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2016.

GARCÍA, Antonio, «El funcionamiento de las plataformas de *crowdfunding* inmobiliario», *Inmueble*, nº 169, 2017, pp. 50-55.

GIMENO RIBES, Miguel, «Aproximación a la naturaleza jurídica del *crowdfunding*», *Revista de Derecho Mercantil*, nº 291, 2014, pp. 1-26.

GOÑI RODRÍGUEZ DE ALMEIDA, María, «La efectividad de la garantía hipotecaria en evidente detrimento», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, Nº 762, julio-agosto, 2017, pp. 2006-2024.

HERNÁNDEZ SAINZ, Esther, «*Crowdfunding* inmobiliario: Alternativas para su articulación jurídica y riesgos para el inversor», en AA.VV., *Nuevas vías jurídicas de acceso a la vivienda* (Alonso Pérez, M.T. (coord.)), Thomson-Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2018, pp. 229-284.

— «El *crowdfunding* inmobiliario mediante contratos de cuentas en participación: una fórmula de inversión participativa ¿Alegal o prohibida?», *Revista de Estudios Europeos*, nº 70, julio-diciembre, 2017, Monográfico-Economía colaborativa, pp. 127-148.

JIMÉNEZ PARIS, Teresa, «Breve introducción al fenómeno del *crowdfunding* inmobiliario en España», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, nº 773, 2018, pp. 1571-1601.

— «Riesgos geográficos que presenta el *crowdfunding* de inversión y de créditos para proyectos inmobiliarios», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, nº 774, 2019, pp. 2115-2133.

LÁZARO SÁNCHEZ, Emilio Jesús, «*Crowdfunding*: una fórmula de cooperación económica en la era digital», en AA.VV., *Crowdfunding: Cooperación colectiva al Servicio de la Financiación* (E. Lázaro Sánchez y F. De la Vega García, Dirs), Thomson-Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2018, pp. 19-46.

LÓPEZ ORTEGA, Raquel, «Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*)», en La Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 144, 2016, pp. 1-24.

MACANÁS, Gabriel, «Calificación y caracteres del contrato de mediación con la plataforma de *crowdfunding*», en AA.VV., *Crowdfunding: Cooperación colectiva al Servicio de la Financiación* (Lázaro Sánchez, E. y De la Vega García, F., Dirs), Thomson-Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2018, pp. 73-103.

— «Sinalagma y onerosidad en el *crowdfunding* no financiero», *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, nº 8, 2018, pp. 49-80.

MALDONADO RAMOS, Ignacio, «El *crowdfunding* inmobiliario, ¿colectivización de la propiedad?», *El Notario del S.XXI*, nº 79, 2018. Disponible en: <http://www.elnotario.es/hemeroteca/revista-79/8667-el-crowdfunding-inmobiliario-colectivizacion-de-la-propiedad>. [Consulta: 2 febrero 2020].

MARTÍN FABÁ, José María, «El *crowdlending* en España. Regulación y experiencias. Especial referencia a la PFP «comunitae»», *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, nº 15, 2015, pp. 25-51. Disponible en file:///Users/mariagoni/Downloads/Dialnet-ElCrowdlendingEnEspaña-5254086.pdf. [Consulta: 4 noviembre 2019].

MEDINA ALCOZ, María, «El *crowdfunding* de recompensa», en AA.VV. *Aspectos legales de la financiación en masa o Crowdfunding* (Cuenca Casas, M. (dir.), Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, pp. 187-220.

MOLINA, Eugenio, «Unas nociones sobre fuentes de financiación inmobiliaria», Conferencia en CEU, octubre 2018. Disponible en <https://www.ceuam.com/business-school/nociones-sobre-fuentes-de-financiacion-inmobiliaria--post> (última visita 4/02/2020). [Consulta: 22 octubre 2019].

MORENO SERRANO, Enrique, «La incidencia del *crowdfunding* inmobiliario en el desarrollo de las formas alternativas de financiación colectiva», *Anuario de Capital Riesgo*, 2017, pp. 119-142. Disponible en <http://www.incari.org/index.php/es/anuario-capital-riesgo>. [Consulta: 12 enero 2020].

NAVARRO MATAMOROS, Linda, «Concepto y clases», en AA.VV., *Crowdfunding: Cooperación colectiva al Servicio de la Financiación* (Lázaro Sánchez, E. y De la Vega García, F., Dirs), Thomson-Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2018, pp. 220 - 242.

NOVAL, Jorge, «Principios básicos de la regulación del *equity crowdfunding*», *Revista de Derecho Mercantil*, nº 310, 2018, pp. 1-29.

POVEDA, Yago, «*Crowdfunding* inmobiliario en el mercado español», *Inmueble*, nº 189, 2019, pp. 11- 16.

RAMÍREZ HERRERA, Luis Miguel y MUÑOZ CAMPANO, Sara, «El *crowdlending* como nueva herramienta de financiación. Análisis de su incidencia en España», *Análisis Financiero* nº 130, 2016, pp. 40-56.

RAMÓN FERNÁNDEZ, Francisca, «Algunas cuestiones del mecenazgo y patrimonio cultural», *Revista de Derecho Patrimonial*, nº 37, 2015, pp. 245- 269.

RAMOS, Javier y GONZÁLEZ, Ángel, «La financiación participativa (*crowdfunding*) en datos», en AA.VV., *Aspectos legales de la financiación en masa o crowdfunding* (Cuenca Casas, M., (dir.)), Tirant lo Blanch, Valencia, 2020, pp. 129- 148.

REDONDO FAYA, Fernando, «*Crowdfunding* inmobiliario: una alternativa de inversión más democrática», *Inmueble*, nº 162, 2016, pp.18-23.

SÁNCHEZ ROGER, Marc, «*Crowdfunding* y la economía de internet», *Análisis Financiero*, nº 127, 2015, pp. 1-12.

SOTO MOYA, María Mar, *Tributación del Crowdfunding*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2018.

ZUNZUNEGUI, Fernando, «Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*)», *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, junio 2015, pp. 1-32.

DOCUMENTOS:

- COM (2014) 172 final: Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones «Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea», Bruselas, 27.3.2014. Disponible en <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2014/ES/1-2014-172-ES-F1-1.Pdf>. [Consulta: 3 diciembre 2019].
- COM (2016) 356 final, Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité económico y social europeo y al Comité de las regiones. «Una

- Agenda Europea para la economía colaborativa». Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A52016DC0356>. [Consulta: 25 octubre 2019].
- COM (2018) 113 final, 2018/0048. Propuesta de Reglamento Europeo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas, de 18 marzo de 2018. Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/DOC/?uri=CELEX:52018PC0113&from=ES>. [Consulta: 20 noviembre 2019].
 - COM (2019) 22, Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Comité económico y social europeo y al Comité de las regiones, de 30 de enero de 2019. Documento de reflexión. «Para una Europa sostenible de aquí al 2030». Disponible en: https://ec.europa.eu/commission/site/beta-political/files/rp_sustainable_europe_es_v2_web.pdf. [Consulta: 20 noviembre 2019].
 - Estadística Registral Inmobiliaria (ERI) 2019, del Colegio de Registradores. Disponible en <http://www.registradores.org/portal-estadistico-registral/estadisticas-de-propiedad/estadistica-registral-inmobiliaria/>. [Consulta: 25 septiembre 2019].
 - «Guía Práctica de la Financiación Inmobiliaria», *Inmoley.com*. Disponible en <https://www.inmoley.com/CURSOS-LIBRERIA/CURSOS-LIBROS-FINANCIACION-INMOBILIARIA.html>. [Consulta: 16 diciembre 2019].
 - Índice Registral de Actividad Inmobiliaria (IRAI), 2019, del Colegio de Registradores de España. Disponible en <http://www.registradores.org/portal-estadistico-registral/irai/>. [Consulta: 25 septiembre 2019].
 - University of Cambridge, Judge Business School; Cambridge Centre for Alternative Finance (2018), «Expanding Horizons». Disponible en: https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-ccaf-exp-horizons.pdf. [Consulta: 20 diciembre 2019].

Fecha de recepción: 06.05.2020

Fecha de aceptación: 04.12.2020