

Breve introducción al fenómeno del *crowdfunding* inmobiliario en España¹

Brief introduction to the phenomenon of real estate crowdfunding in Spain

por

TERESA ASUNCIÓN JIMÉNEZ PARÍS
Profesora Contratada Doctora de Derecho civil
Universidad Complutense de Madrid

RESUMEN: El *crowdfunding* inmobiliario es una modalidad de *crowdfunding* de inversión caracterizado porque el proyecto para el que se solicita financiación participativa es un proyecto empresarial inmobiliario de adquisición, construcción o rehabilitación de inmuebles para su arrendamiento y/o posterior venta. Puede ser financiado mediante préstamos o mediante suscripción de acciones o participaciones, en el caso de *crowdfunding* intermediado sujeto a la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial. También puede ser financiado mediante contratos de cuentas en participación en el caso de *crowdfunding* directo, en que promotor y plataforma son el mismo sujeto empresarial y la plataforma no tiene la condición de Plataforma de Financiación Participativa del artículo 46 de la citada Ley sino que viene a consistir en la página web (y su programa informático) del promotor inmobiliario. En el *crowdfunding* inmobiliario intermediado, que es el regulado por el legislador, está limitada la autopromoción para evitar conflictos de intereses con los inversores y garantizar la neutralidad de la PFP. El promotor debe asegurar a los inversores la adquisición del inmueble y cabe la prestación de garantías no presentes en otros proyectos como la hipoteca sobre el inmueble adquirido, la anotación preventiva de crédito refaccionario, el seguro de impagos de las rentas arrendaticias o la exigencia de garantías a los arrendatarios más allá de la fianza.

ABSTRACT: *Real estate crowdfunding is an investment crowdfunding modality characterized in that the project for which participative financing is requested is a real estate business project for the acquisition, construction or rehabilitation of properties for leasing and / or subsequent sale. It can be financed by means of loans or by subscription of shares or participations, in the case of intermediated crowdfunding subject to the Law of Promotion of Business Financing. It can also be financed through contracts of accounts in participation in the case of direct crowdfunding, in which promoter and platform are the same business entity, and the platform does not have the status of participatory financing platform of artículo 46 of the aforementioned Law, but it comes to consist of the web page (and its computer program) of the real estate developer. In intermediated real estate crowdfunding, which is regulated by the legislator, self-promotion is limited to avoid conflicts of interest with investors and to guarantee the neutrality of the*

PFP. The developer must assure the investors the acquisition of the property, and the provision of legal guarantees not present in other projects is possible, such as the mortgage on the acquired property, or the preventive annotation of refractionary credit, the insurance of defaults of the rent rents or the requirement of guarantees to tenants beyond bail.

PALABRAS CLAVE: *Crowdfunding inmobiliario, Financiación participativa.*

KEY WORDS: *Real estate crowdfunding, Participative financing.*

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN.—II. EL PROYECTO COMO ELEMENTO DIFERENCIADOR DEL CROWDFUNDING INMOBILIARIO.—III. MODALIDADES DEL CROWDFUNDING INMOBILIARIO: 1. EN FUNCIÓN DEL INSTRUMENTO JURÍDICO QUE SE EMPLEA PARA CAPTAR LA FINANCIACIÓN. 2. EN FUNCIÓN DE LA EXISTENCIA O NO DE INTERMEDIARIO ENTRE PROMOTORES E INVERSORES (O SEA, DEL PAPEL QUE DESEMPEÑA EL TITULAR DE LA PLATAFORMA): 2.1. *Crowdfunding inmobiliario directo mediante contratos de cuentas en participación.* 2.2. *Crowdfunding inmobiliario directo mediante la emisión de participaciones sociales.*—IV. OTROS ELEMENTOS CARACTERÍSTICOS DEL CROWDFUNDING INMOBILIARIO INTERMEDIADO: 1. Los LÍMITES A LA INVERSIÓN Y A LA CUANTÍA DE FINANCIACIÓN QUE PUEDE RECARAR EL PROYECTO INMOBILIARIO ANTE LOS RIESGOS QUE GENERA. OTROS MECANISMOS DE PROTECCIÓN PARA EL INVERSOR. 2. EXISTENCIA DE VÍNCULOS ENTRE EL PROMOTOR DEL PROYECTO Y LA PFP. 3. LA CREACIÓN DE SOCIEDADES «AD HOC» PARA LA GESTIÓN DEL PROYECTO. 4. EL ASEGURAMIENTO DE LA ADQUISICIÓN DEL INMUEBLE. 5. EXISTENCIA DE GARANTÍAS NO PRESENTES EN OTROS PROYECTOS. 6. COMPROMISO DEL PROMOTOR DE REALIZAR LA ACTIVIDAD.—V. CONCLUSIONES.—VI. BIBLIOGRAFÍA.

I. INTRODUCCIÓN

El *crowdfunding* inmobiliario, inspirado en el *real state crowdfunding* de EEUU de donde trae su origen, es una modalidad del *crowdfunding* de inversión. El *crowdfunding* de inversión es una manifestación de la economía colaborativa consistente en que una masa de inversores financia con finalidad lucrativa el proyecto de un promotor a través de una página web que publicita y facilita la captación de financiación *mediante la creación de un entorno electrónico que permita la concurrencia de promotores e inversores*. Si dicho proyecto consiste en un proyecto que tiene por objeto «una actividad relacionada con el mundo inmobiliario, y por tanto permiten participar en este mercado de un modo directo o indirecto», estaríamos en presencia de un *crowdfunding* inmobiliario^{2, 3}.

El *crowdfunding* inmobiliario resulta así un mecanismo de financiación para promotores, constructores y empresas del sector inmobiliario, que según la doctrina, dinamiza el mercado inmobiliario y, *en particular, el mercado de alquiler*⁴.

Como hemos indicado, esta modalidad de *crowdfunding* «surge y se desarrolla inicialmente en EEUU, de donde se ha extendido a Europa e Hispanoamérica con cierto éxito. En España, el *crowdfunding* inmobiliario irrumpió con fuerza en 2015 y ha tenido un crecimiento vertiginoso»^{5, 6}.

Si bien España es el quinto estado europeo (el primero es Reino Unido) en el que mayor cantidad de fondos se han obtenido mediante financiación alternativa, en cuanto a la percepción de fondos mediante *crowdfunding* inmobiliario se sitúa en segundo lugar tras Francia⁷.

Las plataformas existentes en España tienen en común que posibilitan a cualquier persona la *inversión indirecta* (a través de sociedades o financiando a empresas del sector inmobiliario) de pequeñas cantidades en negocios que tienen como *base esencial activos tangibles del sector inmobiliario* (solares, viviendas, oficinas, naves industriales, complejos vacacionales, locales comerciales) para una vez adquiridos, construidos o rehabilitados, ser alquilados o revendidos, retribuyéndose al financiador mediante el pago de intereses (aparte de la devolución del capital prestado), dividendos o con una participación en los beneficios obtenidos gracias a las ganancias derivadas de las rentas satisfechas por los arrendatarios o del mayor precio obtenido con la reventa del inmueble⁸.

En el *crowdfunding* inmobiliario los proyectos pueden referirse a inmuebles radicados en cualquier lugar del mundo⁹.

II. EL PROYECTO COMO ELEMENTO DIFERENCIADOR DEL CROWDFUNDING INMOBILIARIO

El *crowdfunding* inmobiliario tiene como elemento diferenciador el *contenido del proyecto* que se financia pero no la vía utilizada para su financiación (préstamos, adquisición de acciones o participaciones en una sociedad que puede ser la propietaria del inmueble, o mediante contratos de cuentas en participación). Lo determinante, pues, para hablar de *crowdfunding inmobiliario es el negocio (inmobiliario) a que se destina la financiación obtenida, no así la forma en que se verifica tal financiación* «sin perjuicio en todo caso de tener en cuenta las especialidades jurídicas que cada modalidad de financiación puede llevar implícita»¹⁰.

El *crowdfunding* inmobiliario tiene por objeto, por lo tanto, un proyecto empresarial inmobiliario frente a otros proyectos dedicados a actividades empresariales diferentes. Los proyectos pueden consistir en comprar solares para construcción y venta de pisos; en compra de inmuebles ya edificados para su rehabilitación y reventa; en compra de inmuebles para alquiler (con o sin previa rehabilitación) o en proyectos mixtos de compra para alquilar durante cierto plazo y luego vender¹¹.

III. MODALIDADES DE CROWDFUNDING INMOBILIARIO

Siguiendo a HERNÁNDEZ SAINZ cabe diferenciar los siguientes tipos de *crowdfunding* inmobiliario:

1. EN FUNCIÓN DEL INSTRUMENTO JURÍDICO QUE SE EMPLEA PARA CAPTAR LA FINANCIACIÓN

El *crowdfunding* inmobiliario puede ser financiado mediante un préstamo participativo realizado por una multiplicidad de inversores-prestamistas. Pero también puede ser financiado mediante suscripción de participaciones en el capital de la empresa promotora del proyecto (*equity crowdfunding*); o mediante suscripción de obligaciones (*debt crowdfunding*) o mediante celebración de contratos de cuen-

tas en participación. En este caso, el promotor del proyecto realiza un contrato de cuentas en participación con cada inversor partícipe, el cual, mediante dicho contrato, participa en los beneficios generados por el proyecto sin participar en el capital de la entidad promotora (*profit-sharing* o *revenue-sharing crowdfunding*, esto es, “*crowdfunding*” de participación en los beneficios o ingresos)¹².

2. EN FUNCIÓN DE LA EXISTENCIA O NO DE INTERMEDIARIO ENTRE PROMOTORES E INVERSORES (O SEA, DEL PAPEL QUE DESEMPEÑA EL TITULAR DE LA PLATAFORMA)

Cabe diferenciar con arreglo a este criterio entre *crowdfunding inmobiliario directo e indirecto*.

Crowdfunding indirecto es aquel en que una plataforma opera como *mera intermediaria en la captación de financiación* para el proyecto de un tercero con el que no tiene vínculo alguno (empresa del sector inmobiliario o empresario individual dedicado a actividades del sector inmobiliario, o incluso un particular que solicita financiación para un proyecto inmobiliario de gestión de su patrimonio). El *Crowdfunding* directo, en cambio, es aquel en que *la propia plataforma es la promotora del proyecto*. O sea, promotor y plataforma son el mismo sujeto. En este sentido sería indiferente «si el promotor ya existía con anterioridad y decide seguir la vía del *crowdfunding* como forma de financiar sus proyectos [con lo que solo crea una web, su plataforma], o si se crea todo *ex novo* en el marco de un proyecto empresarial más amplio y complejo»¹³.

El legislador ha regulado el *crowdfunding* indirecto o intermediado mediante la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (LFFE), para evitar que el inversor pueda ser objeto de fraude o estafa o bien que la financiación obtenida se utilice con fines delictivos¹⁴.

Esta ley regula el *crowdfunding* de inversión indirecto basado en acciones y participaciones, préstamos con interés y obligaciones, pero deja fuera el *crowdfunding* de inversión intermediado basado en cuentas partícipe¹⁵.

Sería, pues, posible la existencia de plataformas de *crowdfunding* que operaran como intermediarias no estando sujetas a la LFFE, por utilizar como instrumento para la financiación el modelo de contratos de cuentas en participación.

El modelo de la LFFE es un modelo de *crowdfunding* indirecto que desarrollan empresas que tienen la condición de Plataforma de Financiación Participativa (PFP). Se trata de sociedades de capital que han de tener por objeto social exclusivo la realización de las actividades de *crowdfunding* de préstamo con interés, de obligaciones o de *equity crowdfunding*, no pudiendo intermediar en otras modalidades de *crowdfunding*¹⁶.

Si una plataforma intermedia en *crowdfunding inmobiliario financiado mediante contratos de cuentas en participación* no sería preciso que la plataforma intermediaria cumpliera los requisitos señalados en la LFFE para ser PFP. En este sentido, puede haber plataformas de *crowdfunding* inmobiliario indirecto que no sean PFP¹⁷.

Cabe decir, pues, que la plataforma es la página web (y su programa informático), y que su titular puede ser una persona física o jurídica (sociedad de capital o no; PFP o no; y constituida por tiempo indefinido o no). Es, pues, más amplio el concepto de plataforma que el de PFP¹⁸.

Ahora bien, «los titulares de plataformas de *crowdfunding* [indirecto] de cuenta partícipe pueden usar cualquier denominación, pero al no estar autorizados ni registrados como PFP, no pueden incluir los términos “Plataforma de financiación

participativa”, ni la abreviatura PFP, ni cualesquiera otras denominaciones que puedan inducir a confusión con ellas (art. 48.3 LFFE)»¹⁹.

Y a diferencia de las PFP, pueden tener su domicilio social y su efectiva administración y dirección en Estados no miembro de la UE [art. 55.b) LFFE *a contrario sensu*]²⁰.

Las PFP que se dedican de forma exclusiva al *crowdfunding inmobiliario intermediado* pueden estar autorizadas para operar tanto en préstamos como en suscripción de valores o solo en una de ambas modalidades. En caso de estar autorizadas para intermediar en suscripción de valores es posible que no lo estén para intermediar en suscripción de acciones, sino solo en suscripción de participaciones. En cuanto a la modalidad de financiación mediante emisión de obligaciones, según MORENO SERRANO, no está teniendo aplicación en España, pese a estar contemplada por la LFFE, y lógicamente no está teniendo aplicación en el *crowdfunding* inmobiliario²¹.

En cuanto al *crowdfunding* directo es descrito como una actividad de la propia empresa del sector inmobiliario que crea una sociedad *ad hoc* para la compra de un inmueble y obtención de rendimientos mediante su alquiler y venta posterior, de manera que el objeto social de dicha sociedad consiste en verificar el proyecto y los contratos necesarios para ello. Una vez obtenidas las adhesiones de los inversores a través de su plataforma o página web de la que es titular se introduce a los interesados en la sociedad creada *ad hoc* para la gestión del proyecto mediante una ampliación de capital y se adquiere el inmueble²².

Los inversores pasan, pues, a ser socios, repartiéndose los beneficios derivados del alquiler mediante reparto de dividendos. Cuando se enajene el inmueble, el precio de venta se repartirá entre los socios como cuota de liquidación de la sociedad en proporción a su aportación (arts. 391-394 del TRLSC), pudiendo, en su caso, recuperar el socio el capital aportado inicialmente más una plusvalía (art. 392.1 TRLSC)²³.

Pero esta iniciativa «ha tropezado con las sospechas de la propia CNMV, ya que uno de los requisitos de la PFP [según la LFFE] es ...precisamente que la financiación solicitada sea para un proyecto de un tercero, no para actividades *de la propia plataforma*. Por eso han difundido sus dudas acerca de la legalidad de los *crowdfunding* directos,... De momento, y a la espera de que el legislador decida extender la regulación a las *plataformas directas*, las principales empresas del sector [inmobiliario] están optando por acogerse al régimen actualmente en vigor, y *operar como intermediarios a favor de promotores externos*», que presentarían como proyecto a financiar un proyecto de adquisición de un inmueble²⁴.

Ciertamente el artículo 63 de la LFFE establece «una clara barrera a la autopromoción» o *crowdfunding* directo (cfr. AEFI, 60), a diferencia del Reino Unido en que las PFP pueden actuar como promotoras de la totalidad de los negocios sobre activos o bienes tangibles (AEFI, 61).

Aunque las plataformas que se dedican al *crowdfunding* inmobiliario en España «tienden al *crowdfunding* indirecto, por cuanto es así como suelen anunciarse, sin perjuicio de que luego puedan participar en sus proyectos, en cuyo caso están vinculadas por los límites señalados en la LFFE [art. 63 LFFE]... existen también plataformas que —no sujetas a la LFFE— optan claramente por el modelo de *crowdfunding* directo. Estas plataformas se caracterizan porque su solicitud de financiación no queda sujeta a la LFFE sino a la normativa en materia de emisiones en el *mercado primario* si la captación de financiación se articula mediante emisión de acciones u obligaciones que requiere de folleto informativo²⁵; o bien

al Código de Comercio si se articula mediante cuentas partícipe; o bien al TRLSC si se articula en base a emisión de participaciones sociales²⁶.

El *crowdfunding* inmobiliario financiado mediante préstamos suele considerarse más seguro para el cliente inversor, pues cabe que el promotor asegure la devolución del crédito incluso constituyendo garantía real sobre el inmueble objeto del proyecto. El inversor corre un riesgo mayor, sin embargo, en la modalidad de suscripción de acciones o participaciones *al convertirse en socio de una sociedad de capital, pues en caso de liquidación, los socios son los últimos en percibir la cuota de liquidación* (art. 391.2 del TRLSC y en caso de concurso, ocupan el puesto de acreedores subordinados (arts. 92 y 93.2.1 LC)²⁷.

En definitiva, el modelo de la LFFE es un modelo de *crowdfunding* indirecto que desarrollan empresas que tienen la condición de Plataforma de Financiación Participativa. El *crowdfunding* directo no está regulado por la LFFE, y la plataforma que lo verifica (que es un portal de la empresa promotora) no tiene la condición de Plataforma de Financiación Participativa.

Por carecer de regulación en la LFFE²⁸, hacemos referencia a continuación al *crowdfunding* inmobiliario directo mediante contratos de cuentas en participación y al *crowdfunding* inmobiliario directo mediante la emisión de participaciones sociales.

2.1. *Crowdfunding inmobiliario directo mediante contratos de cuentas en participación*

En este tipo de *crowdfunding* las empresas del sector inmobiliario (promotoras, constructoras...) «ofrecen al público a través de una plataforma *on line* de su propiedad o bajo su control, la posibilidad de invertir en sus propios proyectos de construcción o rehabilitación, articulando esa inversión mediante múltiples contratos de cuentas en participación con los inversores». «El proyecto se publicita en la plataforma y, posteriormente, *se celebra con cada persona interesada en invertir un contrato de cuentas en participación. En algunas ocasiones, la promotora constituye previamente una sociedad limitada para la gestión de ese concreto proyecto, procediendo el inversor a celebrar el contrato de cuentas en participación con la sociedad limitada creada ad hoc para el proyecto inmobiliario*. Aportada la financiación con fundamento en el contrato de cuentas en participación, la empresa inmobiliaria gestiona la compra del inmueble, su rehabilitación, alquiler y/o venta, *participando el inversor de los resultados prósperos o adversos del negocio, normalmente mediante el pago de rentas periódicas provenientes del alquiler junto con una liquidación final cuando el inmueble se venda con posterioridad*». El contrato de cuentas en participación «se ha empleado con especial intensidad en los sectores de la construcción e inmobiliario, de ahí su rápida expansión como mecanismo para articular jurídicamente el *crowdfunding* inmobiliario»²⁹.

Este contrato se encuentra regulado en los artículos 239 a 243 del Código de comercio. Es un contrato típico. Según HERNÁNDEZ SAINZ «a partir del artículo 239 Ccom podemos definirlo como un contrato de colaboración económica con finalidad de financiación o inversión, en virtud del cual una persona (el partícipe) realiza una aportación patrimonial al negocio o a una o varias operaciones de un comerciante o empresario (el gestor) a cambio de una participación en los resultados económicos prósperos o adversos obtenidos por este, sin intervenir en su gestión y sin arriesgar mayor capital que el aportado»³⁰.

Se trata de un contrato bilateral, bastando que de las partes que lo celebran sea comerciante el gestor. Se discute si es un contrato de sociedad o un contrato bilateral de colaboración, lo que influye en la determinación de la normativa supletoria aplicable. Los que se inclinan por la segunda opinión consideran que, a falta de previsión legal o contractual, procede aplicar las normas mercantiles sobre obligaciones y contratos y, en su defecto, la regulación sobre contratos bilaterales contenida en el Código civil, de manera que, en caso de incumplimiento del gestor, podría pedirse la resolución del contrato al amparo del artículo 1124 del Código civil y no serían aplicables las normas sobre disolución de sociedades, lo que beneficiaría al cuentapartícipe pues podría recuperar lo abonado con el resarcimiento de daños y abono de intereses, mientras que la cuota de liquidación puede no alcanzar a devolver lo aportado. La doctrina mayoritaria, en cambio, se inclina por la primera posición considerando que es una modalidad de sociedad interna de naturaleza mercantil, esto es, «una sociedad oculta de naturaleza puramente obligacional que carece de una estructura organizativa personificada»³¹.

En este caso se considera aplicable supletoriamente la regulación societaria del Código civil. Otros autores consideran aplicable las normas relativas a la sociedad colectiva «como tipo societario mercantil básico» [cfr., art. 122 CCom], dado que la regulación del artículo 1669 del Código civil y su remisión a la comunidad de bienes no resolverían las lagunas de régimen jurídico dada su parquedad. Esta posición parte de la idea de GIRÓN TENA, según el cual, las cuentas en participación es uno de los supuestos más primarios de sociedad. HERNÁNDEZ SAINZ sigue a VICENT CHULIÁ y considera que el contrato de cuentas en participación es un contrato bilateral de colaboración económica o inversión ya que su regulación se inserta en el Título II, del Libro II, del Código de comercio, dedicado a los contratos de comercio. Por otro lado, no daría lugar a una estructura organizativa, pues no se formaría un patrimonio común o separado, dado que el cuentapartícipe aporta un dinero o bien que pasa a integrarse en el patrimonio del gestor. No se crearía un ente dotado de personalidad jurídica sino que quien operaría y respondería frente a terceros sería el gestor. Expresamente indica que «aunque es cierto que, en un concepto amplio de sociedad, la adquisición de personalidad jurídica no es requisito esencial, sí es consustancial al contrato de sociedad la existencia de una mínima organización aunque permanezca oculta, y las cuentas en participación no dan lugar a la creación de esa mínima organización, puesto que el partícipe no interviene ni en la gestión, ni en la toma de decisiones». Si bien en el Derecho español pueden existir sociedades sin patrimonio (los socios solo aportan su industria, *arg. ex art. 1665 CC*), o bien sociedades internas (que permanecen ocultas entre los socios, *arg. ex art. 1669 CC*), sin personalidad jurídica, lo determinante en este caso sería que no existiría propiamente «un fin común que promuevan todos los socios [cfr., arts. 1666, 1680 y 1700.2° CC], pues el gestor no actúa por cuenta de un ente colectivo, sino en nombre y por cuenta propia y en interés propio. No llega a existir un fin común, porque no existe una programación contractual de la actividad a desarrollar y del resultado perseguido, consensuada entre las partes, siendo el gestor quien toma todas las decisiones». Sería, pues, el gestor quien administra el negocio, no actuando en interés de un nuevo ente, ni tampoco en interés del partícipe³².

«En cualquier caso, y con independencia de la posición doctrinal que se adopte sobre la configuración legal del contrato de cuentas en participación, conviene reseñar que, en la práctica, los modelos de contrato predispuestos por los promotores y empresas inmobiliarias que practican *crowdfunding* inmobiliario [directo] lo configuran como un contrato de colaboración financiera, negando

expresamente toda posible relación societaria, o la existencia de cualquier vínculo o conexión entre los distintos partícipes en el mismo proyecto, pues se celebra un contrato con cada uno de ellos», lo que obligaría a aplicar supletoriamente la normativa de obligaciones y contratos. Y desde la UE (Documento de trabajo de la Comisión Europea *Crowdfunding in the EU Capital Market Unions*, Bruselas, 3 de mayo de 2016, SWD [2016] 154 final, 32) esta modalidad de *crowdfunding* «se incardina en el denominado *crowdfunding* de participación en beneficios (*profit-sharing o revenue-sharing crowdfunding*), una subcategoría de financiación participativa de inversión diferente del modelo de participación en el capital (*equity crowdfunding*)»³³.

La utilización de este contrato para captar financiación en el *crowdfunding* inmobiliario directo pretende, según HERNÁNDEZ SAINZ, «eludir la aplicación de la regulación financiera sobre captación de capital mediante solicitud pública», esto es, las normas del TRLMV sobre oferta pública de suscripción de valores así como el control de la CNMV. «Si la captación de financiación se articula mediante una oferta pública de suscripción de valores (acciones, obligaciones u otros valores negociables de los contemplados en el art. 2.1 TRLMV) el emisor debe cumplir con las obligaciones de aportación, registro y publicación de un folleto informativo y otros documentos previstos en los artículos 36 y 37 TRLMV. En aquellos casos en que no existe la obligación de publicar un folleto debido al reducido importe global de la oferta o al importe mínimo a suscribir, se exige que, si se publicita la emisión, intervenga una empresa de servicios de inversión debidamente autorizada en la colocación o una plataforma de financiación participativa debidamente autorizada (art. 35.3 TRLMV)». Como la oferta de celebración de un contrato de cuentas en participación es una mera oferta de contrato y no una oferta pública de suscripción de valores, toda esta regulación relativa al mercado primario puede obviarse. Tampoco se aplica la LFFE pues esta regula el *crowdfunding* indirecto³⁴.

El inversor corre, pues, mayores riesgos. De hecho, el inmueble adquirido con el importe financiado pasa a integrar el patrimonio de la sociedad promotora y queda afectado por el artículo 1911 del Código civil, de manera que en caso de insolvencia de la sociedad, el cuentapartícipe solo dispone de un crédito ordinario a hacer valer en el concurso, junto con todos los acreedores de la sociedad. Por ello en estos casos se trata de minimizar el riesgo constituyendo sociedades *ad hoc* para la gestión de un concreto proyecto de manera que el riesgo que pueda entrañar un proyecto inmobiliario no se contagie a otros³⁵.

2.2. *Crowdfunding inmobiliario directo mediante la emisión de participaciones sociales*

Otra vía para realizar el *crowdfunding* directo eludiendo la regulación del mercado primario y la regulación de la LFFE es la oferta pública de suscripción de participaciones en sociedades limitadas a través de una plataforma en Internet que no es PFP. «La empresa constructora o promotora publicita, en su propia página web, oportunidades inmobiliarias para, posteriormente, constituir una sociedad limitada con los inversores interesados que procederá a la compra del inmueble y al desarrollo del proyecto inmobiliario publicitado. Una variante de este supuesto es aquella en la que la empresa inmobiliaria preconstituye una sociedad limitada en la que realiza un aumento de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente con ofrecimiento público de la suscripción

de las nuevas participaciones a través de Internet. En ambos casos, el promotor del proyecto inmobiliario es socio de la sociedad que adquiere el inmueble y se reserva su administración»³⁶.

En este caso no se aplica la LFFE por operar la plataforma, no como intermediario sino como «instrumento para la captación directa de financiación por la propia empresa inmobiliaria». Tampoco el TRLMV porque de acuerdo con los artículos 92.2 Ley de Sociedades de Capital y artículo 2 TRLMV, las participaciones de sociedades limitadas no tienen la consideración de valores negociables³⁷. Este procedimiento de captación de financiación, según HERNÁNDEZ SAINZ, «es alegal, pero no está prohibido», pues «no hay norma que prohíba buscar potenciales socios mediante un llamamiento al público en general a través de una plataforma de financiación en Internet, procediendo posteriormente a formalizar el contrato de sociedad de manera simultánea entre los interesados o a suscribir el aumento de capital acordado en una sociedad ya constituida. El problema de estas operaciones es que al no estar reguladas no hay mecanismos específicos de protección del inversor de carácter preventivo, sin perjuicio de la aplicación del Código Penal en supuestos en que la captación de financiación pueda tipificarse como estafa»³⁸.

IV. OTROS ELEMENTOS CARACTERÍSTICOS DEL CROWDFUNDING INMOBILIARIO INTERMEDIADO

1. LOS LÍMITES A LA INVERSIÓN Y A LA CUANTÍA DE FINANCIACIÓN QUE PUEDE RECARAR EL PROYECTO INMOBILIARIO ANTE LOS RIESGOS QUE GENERA. OTROS MECANISMOS DE PROTECCIÓN PARA EL INVERSOR

La LFFE señale unos límites a la inversión (en el caso de inversores no acreditados, art. 82 LFFE) y a la cuantía que puede recabar el proyecto (art. 68 LFFE), todo lo cual es un mecanismo de protección del inversor, pero se señala que puede tener el efecto negativo de que ciertos proyectos inmobiliarios no puedan tener cabida mediante el *crowdfunding* de inversión intermediado (p.e., construir un rascacielos o una urbanización de alto *standing*)³⁹.

Los riesgos que corre el inversor son analizados extensamente por HERNÁNDEZ SAINZ. Cabría señalar: la incertidumbre sobre la evolución del proyecto inmobiliario; riesgos derivados del «anonimato inherente al propio funcionamiento de internet» lo que puede propiciar «fraudes orquestados por los promotores e incluso por las plataformas o terceros», así como riesgos derivados de la comisión de delitos de estafa o apropiación indebida; riesgos de conflictos de intereses con la PFP (de hecho, el art. 63 LFFE intenta evitarlos señalando límites a la posibilidad de la PFP de participar en proyectos publicitados por ella y a la posibilidad de ser promotora de proyectos (autopromoción); riesgo de pérdida del capital invertido, si el proyecto se financia mediante préstamos salvo que se constituya garantía hipotecaria sobre el inmueble (que no puede recaer sobre la vivienda habitual del empresario individual), pues este pasa a formar parte del patrimonio del promotor y queda sujeto a su responsabilidad patrimonial universal (art. 1911 CC), si bien cabe pensar que tratándose de préstamos para la construcción o rehabilitación de un inmueble, los prestamistas-inversores podrían practicar anotación preventiva de crédito refaccionario sobre el inmueble objeto de la refacción (la cual es convertible en hipoteca). Desde este punto de vista sí cabría sostener que el riesgo de pérdida del capital en el *crowdfunding*

inmobiliario es menor ya que existe un bien tangible que respalda la operación. Los riesgos también existen si el proyecto se financia mediante suscripción de acciones o participaciones sociales, al adquirir el inversor la condición de socio y como tal ser acreedor subordinado en caso de concurso. Además no existe ningún fondo de garantía de depósitos o de inversiones que proteja al inversor frente a la insolvencia de la empresa o empresario individual promotor o la insolvencia de la PFP [cfr., art. 83.1.d) LFFE]. Otro riesgo apreciable es el riesgo de iliquidez de la inversión en caso de suscripción de acciones o participaciones sociales, por inexistencia de un mercado secundario así como de dilución de su participación en el capital social si se llevan a cabo aumentos de capital. Pero fundamentalmente habría que destacar, *el riesgo de que el inmueble no llegue a ser construido, o rehabilitado o alquilado o vendido, y por lo tanto no puedan repartirse beneficios mediante dividendos o no pueda devolverse el préstamo y los intereses*⁴⁰.

*Riesgo este que nos lleva a pensar si el promotor, en el crowdfunding inmobiliario financiado mediante préstamos no adquiere el compromiso frente a los prestamistas-inversores de llevar a cabo el proyecto, caso en el que el contrato suscrito no sería un mero contrato de préstamo participativo sino un contrato atípico en que se promete un resultado (la realización del proyecto) como medio para la devolución del capital financiado y el pago de intereses, y que incluso puede regular la celebración de futuros contratos (p.e., el contrato de compra, el de alquiler y el de venta de los inmuebles), teniendo un carácter normativo*⁴¹.

Frente a estos riesgos, la regulación de la LFFE ofrece varios tipos de control: el control sobre el intermediario (la PFP), la limitación de las modalidades de financiación, las limitaciones a la cuantía financiable para cada proyecto, la imposición de *deberes de transparencia* a las plataformas intermediarias y a los promotores, la prohibición de los mecanismos de automatización de la decisión de inversión [art. 52.2.e) LFFE], para garantizar la libertad del consentimiento y *los límites a la inversión* siempre que se trate de inversores no acreditados. Se trata de limitar así la potencial pérdida que pudiera padecer el inversor⁴².

Ahora bien, el límite del artículo 82.1.a) LFFE «que favorece una diversificación de la cartera de inversiones» y el límite del artículo 82.1.b) y 2 LFFE que «tiene como finalidad evitar pérdidas elevadas» al inversor no acreditado no evita «pérdidas derivadas de operaciones de capital engañosas o fraudulentas» por lo que «la protección frente al fraude debe articularse por vías distintas a los límites de inversión»⁴³.

Y quizás dicha vía sea estatuyendo la obligación del promotor de prestar garantías reales o bien considerando el contrato celebrado con los inversores como un contrato atípico en que se promete un resultado (invertir el capital recibido en la realización del proyecto como medio para cumplir la obligación de devolución del capital y el pago de intereses), en el supuesto de financiación mediante préstamos.

En el caso de financiación mediante suscripción de acciones o participaciones, los riesgos derivan de la condición de socio que asume el inversor, los cuales pueden disminuir en caso de creación de una sociedad «ad hoc» que tiene por objeto social la realización del proyecto (pues con ello, como dice HERNÁNDEZ SAINZ, se consigue aislar la evolución de este proyecto del resto de la actividad empresarial de la empresa inmobiliaria promotora, constructora, etc.), si bien también así se aísla dicho proyecto del resto de recursos que puede aportar la empresa matriz, aportación que, en su caso, podría ser beneficiosa para la culminación del mismo. En el *crowdfunding* inmobiliario financiado mediante suscripción de participaciones en el capital puede decirse que el inversor se convierte

en empresario y asume los riesgos, no ya de una operación de financiación o de un contrato atípico, en su caso, sino propiamente de una actividad empresarial y que el riesgo mayor es el del conflicto de intereses o la existencia de vínculos entre la sociedad promotora del proyecto en la que entra a formar parte y la PFP.

2. EXISTENCIA DE VÍNCULOS ENTRE EL PROMOTOR DEL PROYECTO Y LA PFP

Una particularidad de esta modalidad de financiación participativa es que pueden existir vínculos entre la empresa promotora del proyecto y la empresa que opera como PFP en los términos de la LFFE. P.e., ambas forman parte del mismo grupo de sociedades.

La citada norma, en su artículo 63, fija límites a los llamados proyectos vinculados, esto es, *a la participación de la PFP en proyectos publicados en su página web (art. 63.1) así como a la publicación en su página web de proyectos de los que la propia PFP sea promotora (art. 63.2).*

Estos límites son aplicables no solo a la propia PFP en sí, sino también a los administradores, altos ejecutivos y socios con participación significativa de las PFP⁴⁴, así como a sus cónyuges y familiares hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad (art. 63.3) tanto en relación con proyectos de terceros promotores, como en relación con proyectos de los que estas personas o la propia PFP sean promotoras y sean publicados en las páginas web de sus respectivas plataformas⁴⁵.

La norma no menciona que exista límite a la publicitación en la PFP de proyectos de los que sean promotoras sociedades del mismo grupo empresarial. Podría pensarse que no mencionándose a dichas sociedades en el artículo 63.3 LFFE, en relación con el artículo 63.2, no existiría tal límite, pudiendo publicarse libremente en la PFP proyectos promovidos por sociedades del mismo grupo. Pero también podría pensarse que el supuesto es análogo al regulado en el artículo 63.3 LFFE y que debería extenderse tal limitación a las sociedades del mismo grupo ya que, de lo contrario, podría producirse el fraude de ley consistente en crear sociedades promotoras diversas de la propia PFP (pero realmente vinculadas a esta) para que así la PFP (verdadera promotora) eluda a través de aquellas los límites marcados por la ley en su artículo 63 (*en cuyo espíritu estaría presente que quien intermedia en la obtención de financiación no sea el titular o gestor del proyecto, y si lo es, su proyecto y su gestión no sean significativos en el conjunto de la actividad de intermediación que realiza, representando solo el 10 por ciento de la financiación captada en el ejercicio anterior*)⁴⁶.

Esta última interpretación la consideramos más acertada. Por lo tanto, la LFFE prohíbe la actividad de *crowdfunding* directo a las PFP, *admitiendo solo con limitaciones que la propia PFP sea promotora de proyectos (art. 63.2 LFFE).* Si la PFP es promotora del proyecto que publicita en su página web, el *objetivo de financiación de tal proyecto* no puede superar el 10 % de los fondos que la PFP haya recaudado por todos los proyectos publicados en su página web en el ejercicio anterior; lo que evidencia que el espíritu de la norma es que *la PFP opere fundamentalmente como intermediaria de proyectos de terceros y no como promotora de sus propios proyectos (art. 46.1 LFFE).* De ahí que tampoco puedan existir vínculos entre la PFP y el promotor del proyecto (esto es, tratarse de sociedades del mismo grupo), pues ello podría ser un medio de defraudar este espíritu (art. 63.3 por analogía, como hemos indicado).

Por otro lado, si la PFP es promotora del proyecto (art. 63.2 LFFE), *tampoco se permite que la propia PFP o sociedades de su grupo (o sea, el conjunto de perso-*

nas vinculadas a la PFP, arg. ex artículo 63.1.b) en relación con el artículo 63.1), participen en la financiación del proyecto más allá del 10 por ciento del objetivo de financiación del proyecto, pues lo contrario lesionaría la neutralidad que debe regir la actividad de la plataforma en sus relaciones con los clientes inversores e incluso con otros clientes promotores de otros proyectos, y no se correspondería con el objeto social propio de las PFP (art. 46.1 LFFE)⁴⁷.

Tampoco cabe que la PFP (o sociedades de su grupo, arg. ex artículo 63.1 en relación con el artículo 63.3 LFFE o personas vinculadas) *participen en los proyectos de terceros publicitados por la PFP más allá de los límites del artículo 63.1, los cuales* se orientan a impedir que la PFP controle la empresa promotora y evitar que quede en entredicho la neutralidad de la actividad de intermediación de la propia plataforma (art. 60 LFFE). De acuerdo con el artículo 63.1.b), la PFP deberá informar a los inversores de forma clara y accesible del importe de su participación o del importe de la participación de las personas relacionadas en el artículo 63.3 LFFE en cada proyecto (administradores, altos ejecutivos, socios con participación significativa y sus cónyuges y familiares hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad; o sociedades vinculadas), a quienes también afecta el límite del 10 % a que se refiere el artículo 63.1 LFFE⁴⁸.

También pueden generarse conflictos de intereses entre la PFP y los clientes inversores, si la PFP, o las personas indicadas en el artículo 63.3, o sociedades de su grupo, controlan o poseen participaciones en las sociedades que por encargo del promotor del proyecto inmobiliario van a llevar a cabo la construcción o la rehabilitación de los inmuebles, *pues por esta vía pueden apropiarse de las plusvalías que genere la construcción o rehabilitación del inmueble*⁴⁹. También en este caso quedaría en entredicho la neutralidad de la actividad de la PFP (art. 60 LFFE).

3. LA CREACIÓN DE SOCIEDADES «AD HOC» PARA LA GESTIÓN DEL PROYECTO

Como hemos venido exponiendo también es característico del *crowdfunding* inmobiliario, tanto directo como intermediado, la creación de sociedades *ad hoc* para la *gestión y realización del proyecto inmobiliario* de manera que se aísle la evolución del mismo del resto de proyectos que realiza una empresa del sector inmobiliario.

De manera que la operativa que se sigue sería, o bien crear una sociedad «*ad hoc*» para la *gestión y promoción del proyecto inmobiliario*, la cual captaría financiación mediante un aumento de capital (esto es, creando nuevas acciones o participaciones sociales cuya suscripción se ofrecería al público mediante la PFP), o bien la empresa del sector inmobiliario no crearía una sociedad «*ad hoc*» para la compra, o construcción, o rehabilitación del inmueble, sino que ofrecería la suscripción de acciones o participaciones de su *propia sociedad* mediante un aumento de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente⁵⁰.

La LFFE no dice expresamente si debe seguirse una u otra operativa⁵¹.

Hay que tener en cuenta que la LFFE considera promotora a la sociedad que vaya a emitir los valores (art. 50.1.a), a la sociedad que vaya a emitir las participaciones [art. 50.1.b)] o a la persona física o jurídica prestataria.

Partiendo de esta premisa, pienso que las empresas deben existir antes de solicitar financiación y no crearse *ad hoc* para ello, pues ello respondería mejor al espíritu de la norma. Lo contrario permitiría la existencia de sociedades «efi-

meras» y, por este motivo, poco fiables en su actividad y compromisos frente a los inversores. De hecho, a las PFP se les exige por la LFFE ser sociedades de capital constituidas *por tiempo indefinido* lo que también parece debería ser exigible a las sociedades promotoras de los proyectos.

4. EL ASEGURAMIENTO DE LA ADQUISICIÓN DEL INMUEBLE

Otra característica del *crowdfunding* inmobiliario es que el promotor, si su proyecto consiste en la adquisición de un inmueble, debe asegurar a los inversores que tras la captación de financiación *el inmueble estará disponible para su compra*. Ello podría verificarse mediante un contrato de arras, un precontrato de compraventa de inmueble celebrado entre el promotor y el propietario del inmueble, o bien mediante un contrato de opción de compra⁵².

Entiendo que el contrato de opción de compra debería ser objeto de inscripción en el Registro de la Propiedad para su oponibilidad *erga omnes*, de manera que si el propietario del inmueble vendiese a un tercero distinto del promotor optante, este pudiese hacer efectiva la opción en perjuicio de dicho tercer adquirente (art. 14 RH).

Esta modalidad de garantía de la compra del inmueble, por sus efectos de trascendencia jurídico-real en caso de inscripción, aseguraría con mayor efectividad que el inmueble en cuestión va a ser adquirido por el promotor del proyecto⁵³.

Una vez adquirido el inmueble, también debería procederse a la inscripción de la compraventa para asegurar, en su caso, la irreivindicabilidad por el *verus dominus*, siempre que se cumplieran con los requisitos para ser tercero hipotecario (arts. 32 y 34 LH). Cabría pensar si esta actividad de inscripción (como servicio auxiliar obligatorio) debería ser desarrollada por la PFP *en nombre de los clientes inversores*, en cuanto son personas interesadas en asegurar el derecho que deba inscribirse [art. 6 c) y d) LH].

En este sentido, el promotor debería asegurarse, antes de proceder a la publicación de su proyecto en la PFP, de que el inmueble que pretende adquirirse está inmatriculado en el Registro de la Propiedad (por la vía del art. 203 LH) e inscrito el título adquisitivo del vendedor, para evitar no ser considerado tercero hipotecario (*cfr.*, arts. 34, 40 *in fine*, 69 y 207 LH). La información registral sobre la titularidad (y ausencia de cargas) del inmueble inscrito y que va a adquirirse, debería consignarse en el proyecto de forma obligatoria para mayor garantía del inversor, de tal manera que la PFP debería rechazar la publicación de un proyecto de *crowdfunding* inmobiliario que no cumpliese con tales requisitos.

«En modelos al margen de la LFFE, el aseguramiento se puede hacer también por parte del propio titular de la plataforma [*de crowdfunding directo*] que prefinancia las operaciones, siendo los inversores prestamistas del titular de la plataforma e incluyéndose [en el contrato de financiación participativa] una opción de compra del inmueble [a favor de los inversores] *por importe equivalente a la deuda no atendida por el promotor* por lo que de darse un impago de los préstamos, se adquiriría la propiedad del inmueble por los inversores»⁵⁴.

La posterior enajenación del inmueble por los inversores-compradores, les permitiría recuperar el capital y los intereses que se les adeudase, si bien el sobrante debería entregarse al promotor del proyecto para evitar la lesión de los artículos 1859 y 1884 del Código civil que prohíben el pacto comisorio, extremo este que debería incorporarse en el contrato de financiación participativa.

5. EXISTENCIA DE GARANTÍAS NO PRESENTES EN OTROS PROYECTOS

Otra especialidad que presenta el *crowdfunding inmobiliario* es que suelen ofrecerse a los inversores garantías que no están presentes en otros proyectos de *crowdfunding*. Así, si el proyecto consiste en adquirir o reformar edificios para su posterior arrendamiento a terceros como vivienda o con fines turísticos, se suele analizar rigurosamente la solvencia de los arrendatarios y pedirles garantías adicionales a las exigidas en la LAU 1994 y hasta celebrar un seguro de impagos para que quede garantizada la rentabilidad de los inversionistas o cobrar la estancia por adelantado a los turistas⁵⁵.

De acuerdo con la nueva redacción que el Real Decreto-ley 7/2019, de 1 de marzo, de medidas urgentes en materia de vivienda y alquiler da al artículo 36 LAU, la garantía exigida con carácter adicional a la fianza en metálico (consistente en una mensualidad de renta en el arrendamiento de vivienda suxtuaria o no, arg. ex artículo 4.1 LAU en relación con el artículo 4.2, en su nueva redacción) no podrá exceder el valor de dos mensualidades de renta, en el caso de arrendamientos de vivienda de hasta cinco años de duración, o de hasta siete años, si el arrendador fuese persona jurídica. Esta limitación no existe en los arrendamientos de vivienda pactados por tiempo superior o en los arrendamientos para uso distinto de vivienda, en que de acuerdo con el artículo 36.5 LAU y 4.1 LAU «las partes podrán pactar cualquier tipo de garantía del cumplimiento por el arrendatario de sus obligaciones arrendaticias, adicional a la fianza en metálico»⁵⁶.

Tratándose de proyectos inmobiliarios financiados mediante préstamos es fácil que se otorguen garantías hipotecarias sobre los bienes inmuebles objeto de adquisición. La LFFE solo prohíbe sin excepciones la prestación de garantía hipotecaria a los consumidores que promuevan un proyecto de consumo o de formación, para el cual soliciten financiación mediante un préstamo participativo [art. 87 en relación con el art. 49.c)]. Para el empresario individual promotor existe en el artículo 74.2 LFFE una prohibición legal de hipotecar la vivienda habitual en garantía de la devolución de un préstamo participativo. Si pueden hipotecarse, en cambio, los bienes inmuebles objeto del proyecto⁵⁷.

El acto contrario a aquella prohibición sería nulo de pleno derecho, aplicándose el artículo 33 LH y nunca el artículo 34 LH, pues las prohibiciones legales de disponer constituyen una excepción a la fe pública del Registro, dado que su publicidad deriva de la ley y operan como límites del dominio, pudiendo, por lo tanto, hacer efectiva la prohibición legal los beneficiados por la misma, (p.e., los herederos del empresario individual). Ello obliga a las PFP a una actividad diligente en la comprobación de que el proyecto inmobiliario respeta la prohibición del artículo 74.2, para no incurrir en responsabilidad frente a los inversores (art. 60.1 y 3 LFFE)⁵⁸.

Este artículo 74.2 LFFE pretende proteger la vivienda habitual del empresario individual (en este caso, promotor de proyectos de *crowdfunding inmobiliario*), con la misma filosofía que preside los artículos 7 a 10 de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.

Si bien en el caso de la Ley 14/2013, para proteger la vivienda habitual del empresario individual promotor de proyectos de *crowdfunding inmobiliario frente a embargos de su vivienda habitual* (excepcionando el artículo 1911 CC), se exige que conste en el Registro de la Propiedad, mediante inscripción en la hoja registral de la vivienda habitual privativa o ganancial, *su condición de vivienda de un emprendedor de responsabilidad limitada*, mediante certificación expedida por el Registro Mercantil y remitida telemáticamente al Registro de la Propiedad, de la condición de emprendedor de responsabilidad limitada de su titular.

Sin esta constancia, podría anotarse preventivamente un embargo sobre la vivienda habitual aunque las deudas que lo originaran fueran deudas derivadas del ejercicio de la profesión (así derivadas del incumplimiento del préstamo participativo).

Es decir, en este caso la inscripción de la prohibición de anotación de embargos debe figurar en el folio para ser oponible a terceros y poder aplicar el cierre registral del artículo 17 LH⁵⁹.

Si se ofrece garantía hipotecaria para asegurar la devolución del préstamo participativo, la garantía quedará constituida en la misma escritura en que se formalice el préstamo, una vez que el consentimiento de los inversores ha quedado plasmado por medios electrónicos a través de la página web. En este caso es preciso el otorgamiento de poder para que la PFP pueda recibir la garantía en nombre de los inversores [art. 52.1.c) LFFE], siendo obligación de la PFP proceder, en nombre de los inversores, a la inscripción de la escritura (art. 60.1 en relación con el art. 51.3 LFFE y art. 6 LH). Los inversores quedan constituidos de este modo en acreedores hipotecarios (fenómeno que no deja de ser llamativo cuando el ciudadano medio es por definición un ahorrador y no un inversionista que arriesga su capital⁶⁰).

Otra garantía presente en este tipo de *crowdfunding* es la anotación preventiva de crédito refaccionario. «El crédito refaccionario es aquel por el que una persona presta a otra una cantidad determinada de dinero para que la invierta en obras de construcción, conservación, reparación o mejora de un bien». De acuerdo con el artículo 42.8º LH puede pedir anotación preventiva, mientras duren las obras objeto de la refacción, el acreedor refaccionario (en nuestro caso, la multiplicidad de inversores que son acreedores de la empresa constructora promotora del proyecto inmobiliario, y en su nombre, debería hacerlo la PFP). Esta anotación produce respecto al crédito refaccionario todos los efectos de la hipoteca (art. 59.2 LH). Según el artículo 92 LH, la anotación caduca a los 60 días de concluida la obra objeto de la refacción. «El acreedor refaccionario puede pedir la conversión de su anotación preventiva en inscripción de hipoteca *si antes del cumplimiento del plazo de caducidad de la anotación no estuviere aún pagado por completo de su crédito*, bien porque no ha vencido el plazo estipulado en el contrato para el pago, bien porque, habiendo vencido, el crédito no le ha sido satisfecho. Es evidente que, en este último caso, el acreedor puede optar entre la conversión de la anotación o exigir el pago, desde luego, para lo cual la anotación surtirá todos los efectos de la hipoteca (art. 93 LH)»⁶¹.

En cuanto a la mayor o menor facilidad para el recobro del crédito, la PFP puede prestar el servicio auxiliar de reclamación judicial y extrajudicial de los derechos de crédito (garantizados, o no, con hipoteca), actuando en representación de los inversores o en nombre propio si los inversores le cedieren su derecho de crédito (art. 51.2.f LFFE). De este precepto de la ley se desprende, por un lado, que el inversor puede hacer líquida su inversión, cediendo su derecho de crédito a la PFP (arts. 1256 y sigs. CC). Por otro lado, que la plataforma puede ejercitar acciones judiciales o extrajudiciales, en defensa de los inversores que han participado en proyectos de *crowdfunding* inmobiliario financiados mediante préstamos. *No se prevé, en cambio, ninguna actuación en defensa de los inversores que han invertido en proyectos de crowdfunding inmobiliario financiados mediante suscripción de acciones o participaciones, los cuales, como hemos dicho antes, se han convertido en accionistas o partícipes de la empresa promotora y cuyos derechos son derechos corporativos a recibir dividendos, pero no propiamente derechos de crédito.*

Por otro lado, se deduce también que el contrato de financiación participativa mediante préstamo entre empresa inmobiliaria promotora y clientes de la PFP inversores es *un solo contrato*, sujeto a la legislación propia que resulte aplicable (*arg. ex art. 74.1 LFFE*), en el que existe una pluralidad subjetiva de acreedores, pues estos pueden ceder su derecho de crédito (no su contrato) a la propia PFP, en cuyo caso esta actuará en la reclamación en nombre propio, como efecto de la cesión.

No se celebra, pues, un contrato con cada inversor, como ocurre en el caso del *crowdfunding* inmobiliario financiado mediante contratos de cuentas en participación, sino un solo contrato con la multitud de inversores.

En todo caso, habría que garantizar que la cesión se produce en términos justos para el inversor que prefiere liquidez inmediata y no litigar, ante el incumplimiento del prestatario promotor, teniendo presente que la PFP percibirá los intereses de demora generados durante el procedimiento de reclamación, lo que pienso debería bastar como precio de la venta del crédito a la PFP.

Si la PFP no presta este servicio accesorio, la reclamación judicial y extrajudicial de sus derechos de crédito corresponde a los propios inversores, que al ser inversores minoristas y constituir una pluralidad subjetiva de acreedores pueden tener ciertas dificultades para ejercitar sus derechos de recobro, incluso si media una garantía hipotecaria.

6. COMPROMISO DEL PROMOTOR DE REALIZAR LA ACTIVIDAD

Los promotores, según MORENO SERRANO «se comprometen a *realizar la actividad* tras recibir los fondos solicitados y, en su caso, a efectuar la contraprestación»⁶².

Si partimos de esta afirmación, ello puede conducirnos a concluir que la naturaleza del contrato celebrado con los inversores prestamistas no sea un mero contrato de préstamo. *En efecto, en el caso del crowdfunding inmobiliario la obtención de rendimientos por los inversores depende de que el bien inmueble se adquiera, se construya, se arriende, se venda, etc. Por lo que parece que el promotor asume una obligación de hacer que es medio para satisfacer su obligación de devolución del capital prestado y de abono de los intereses. Esta vinculación de medio a fin no estaría presente en otros proyectos, así en proyectos de consumo o de formación (art. 49.c) LFFE*, y quizás no de forma tan evidente en el caso de otros proyectos empresariales.

*De hecho, la falta de celebración o de consumación del contrato de compraventa del inmueble, o del contrato de obra con la empresa constructora que va a encargarse de levantar el edificio, o la falta de contratación de la rehabilitación del inmueble propiedad de la empresa promotora, o la falta de arrendamiento de los pisos en que se divida, entiendo que podría constituir bien un ilícito civil, bien un ilícito penal (estafa)*⁶³.

V. CONCLUSIONES

1. El *crowdfunding* inmobiliario es una modalidad de *crowdfunding* caracterizada porque el proyecto objeto de financiación participativa es un proyecto inmobiliario.

2. En cuanto a los mecanismos empleados para la financiación del proyecto puede tratarse de préstamos (*crowdlending*), o bien suscripción de acciones o participaciones sociales (*equity crowdfunding*), o mediante contratos de cuentas

en participación (*profit-sharing* o *revenue-sharing crowdfunding*, o *crowdfunding de participación en beneficios*).

3. En cuanto al papel que desempeña la plataforma mediante la que se capta la financiación, esta puede ser una mera intermediaria con el carácter de PFP (*crowdfunding* intermediado regulado por la Ley 15/2015) o bien puede tratarse de una plataforma de la propia empresa promotora (*crowdfunding* directo, no permitido en términos generales por la Ley 15/2015 a las PFP, salvo dentro de ciertos límites).

4. En el *crowdfunding* inmobiliario el riesgo fundamental consiste en que el inmueble no llegue a ser construido, o rehabilitado o alquilado o vendido, y por lo tanto no puedan repartirse beneficios mediante dividendos o no pueda devolverse el préstamo y los intereses. De ahí que el promotor deba asegurar a los inversores la compra del inmueble. Un instrumento particularmente efectivo por su transcendencia jurídico-real es la inscripción en el Registro de la propiedad de un contrato de opción de compra entre futuro vendedor y promotor.

5. En el *crowdfunding* inmobiliario resulta más fácil la presencia de garantías no presentes en otros modelos de financiación participativa, como la hipoteca, la anotación preventiva de crédito refaccionario, los seguros frente a impagos de rentas arrendaticias y la exigencia a los arrendatarios de vivienda de garantías adicionales a la fianza regulada en la LAU.

VI. BIBLIOGRAFÍA

- ALBALADEJO, M. (2011). *Derecho Civil II. Derecho de obligaciones*. Madrid: Edisofer.
- APESTEGUÍA, A. (2018). Economía de plataforma: ¿pérdida de derechos para los consumidores? *Otrosí*, 7.^a Época, núm. 1, 44-45.
- ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE FINTECH E INSURTECH (AEFI). *Libro Blanco de la Regulación Fintech en España*. 1-85, disponible en <https://asociacionfintech.es/landing/libro-blanco-fintech-e-insurtech/>
- CUENA CASAS, M. (2018). *Crowdlending* y datos de solvencia patrimonial. *Comunicación pública en el Congreso Innovación Tecnológica, Mercado y protección del consumidor*. Facultad de Derecho, UCM, 10 de mayo de 2018.
- FLORES SEGURA, M. (2017). La protección del inversor en las operaciones de *crowdlending*. *Revista CEF LEGAL*, núm. 202, 5-46 (formato PDF).
- GARCÍA-OCHOA MAYOR, D. y NARVÁEZ BARBA, I. (2016). Economía colaborativa y financiación. *Diario La Ley*, núm. 8807, 1-14 (formato PDF).
- GUIRADO, R. (2018). La responsabilidad de las plataformas colaborativas. *Otrosí*, 7.^a Época, núm. 1, 48-50.
- HERNÁNDEZ SAINZ, E.
- (2017). El *crowdfunding* inmobiliario mediante contratos de cuentas en participación: una fórmula de inversión participativa ¿legal o prohibida? *Revista de Estudios Europeos*, núm., 70, 126-146.
 - (2018). *Crowdfunding* inmobiliario. Alternativas para su articulación jurídica y riesgos para el inversor. En: M^a. T. Alonso Pérez (Dir.). *Nuevas vías jurídicas de acceso a la vivienda*. Cizur Menor (Navarra): Editorial Aranzadi, 229-284.
- JIMÉNEZ PARÍS, T.A. (2018). Las plataformas de financiación participativa en la Ley de Fomento de la Financiación empresarial. Aproximación a la regulación del *crowdfunding* en España. *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 769, 2808-2832.

- LÓPEZ ORTEGA, R. (2016). 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*, núm. 144, 1-24 (formato PDF).
- MALDONADO RAMOS, I. (2018). El *crowdfunding* inmobiliario, ¿colectivización de la propiedad? *El Notario del Siglo XXI*, núm. 79, 25-27.
- MONTERO, J.J. (2018). La regulación de la economía colaborativa. *Otrosí*, 7.^a Época, núm. 1, 32-35.
- MORENO SERRANO, E. (2017). La incidencia del *crowdfunding* inmobiliario en el desarrollo de las formas alternativas de financiación colectiva. *Anuario de Capital Riesgo*, 119-142, disponible en <http://www.incari.org/index.php/es/anuario-capital-riesgo>
- SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO ARRIBAS, B. (2017). *Manual de Derecho Inmobiliario Registral*. Valencia: Tirant lo Blanch.
- ZUNZUNEGUI, F. (2015). Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*). *Revista de Derecho del Mercado Financiero*. 1-32 (formato PDF).

Notas

¹ Este trabajo se realiza en el marco del Proyecto de Investigación DER 2017-83321-P, «Tutela de los consumidores y clientes de servicios Fintech», dirigido por la Prof.^a Dra. Matilde CUENA CASAS, Catedrática de Derecho civil de la UCM.

² MORENO SERRANO, 2017, 120-126. Para diferenciar entre *crowdfunding de inversión* y *de no inversión* «lo relevante desde el punto de vista jurídico, es cómo se lleva a cabo esa financiación, de ahí que se tienda a diferenciar entre el *crowdfunding* de inversión (por ejemplo, préstamos o adquisición de acciones o participaciones) y de no inversión (donaciones, recompensas...), dependiendo de si el *crowd* realiza sus aportaciones en la espera de obtener un beneficio económico o no,...» (MORENO SERRANO, 2017, 124). La Comisión Europea ha elaborado una Comunicación al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones sobre «Una Agenda para la economía colaborativa» de fecha 2 de junio de 2016. El Comité Económico y Social Europeo ha elaborado un Dictamen sobre «Digitalización y modelos económicos innovadores en el sector financiero europeo, consecuencias para el empleo y la clientela» de 26 de abril de 2017 (DOUE de 28 de julio de 2017). Existe ya una Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas, de 8 de marzo de 2018 y Anexo de la misma fecha. Así como una Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el fomento de la equidad y la transparencia para las empresas que utilizan servicios de intermediación en línea de 26 de abril de 2018 y una Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican la Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993 y otras directivas, en lo referente a la mejora de la aplicación y la modernización de las normas de protección de los consumidores de la UE de 11 de abril de 2018.

³ Según GUIRADO, de entre los diversos tipos de plataformas en línea existentes, las plataformas de *crowdfunding* son *plataformas colaborativas puras P2P (peer-to-peer) o de particular a particular*, «en las que la plataforma ofrece el servicio electrónico de servir de espacio para que se conozcan la oferta y demanda, optimizar su búsqueda y la casación de las mejores oferta y demanda» (GUIRADO, 2018, 48). Es decir, prestan un servicio de la sociedad de la información pero no prestan el servicio físico subyacente. «La Comisión Europea y las sentencias recaídas en los asuntos de *BlaBlaCar* y *Airbnb*, subrayan que las plataformas colaborativas «puras» son meramente intermediarios que se limitan a prestar un servicio electrónico de la sociedad de la información». La plataforma, pues, ofrece un

servicio de intermediación «entre dos partes potencialmente interesadas en la celebración —entre ellas— de un contrato, que es el contrato físico subyacente», pero no prestan ese servicio subyacente sino que solo ofrecen a sus usuarios un sistema electrónico que posibilite su encuentro. «De ahí derivan todas las consecuencias respecto a su régimen de responsabilidad, fiscalidad, etc. Pues si las plataformas no prestan el servicio subyacente, difícilmente deberán asumir obligaciones respecto de él, como, por ejemplo, responsabilidad alguna». Para saber si la plataforma presta o no el servicio subyacente habrá que tener en cuenta «el nivel de control o influencia que la plataforma colaborativa ejerce sobre el prestador de dichos servicios». Si la plataforma fija el precio, determina las condiciones contractuales centrales y tiene la propiedad de los activos que permiten prestar la relación subyacente, «hay indicios claros de que la plataforma colaborativa ejerce una influencia o control significativos sobre el prestador del servicio subyacente, lo que puede indicar que presta también el servicio subyacente (además de un servicio de la sociedad de la información)». «Por otro lado, las plataformas colaborativas pueden asistir al prestador de los servicios subyacentes con determinadas actividades que son auxiliares con respecto a los servicios principales de la sociedad de la información... Lo importante es que esto, a diferencia del punto anterior, no constituye por sí mismo una prueba de influencia y control por lo que respecta al servicio subyacente, de forma que las plataformas colaborativas pueden incorporarlo a sus servicios sin por ello responsabilizarse de la relación jurídica subyacente» (GUIRADO, 2018, 48-50). La Comisión Europea distingue en «*Exploratory study of consumer issues in peer to peer platform markets*», 2017 (Estudio de problemas de consumo en mercados de plataforma de igual a igual), entre tres tipos de plataformas según su responsabilidad: «las de “alojamiento de anuncios” que no participan en la transacción; las de “gestión activa de las transacciones” que influyen en las mismas pero no las controlan; y las “plataformas de transacciones reguladas”, que corresponden principalmente a las grandes plataformas y se caracterizan por limitar la capacidad de los usuarios de decidir entre ellos las cláusulas contractuales y dan la impresión de que asumen la responsabilidad (parcial) por la ejecución de la transacción» (APESTEGUÍA, 2018, 45). «Las plataformas ocupan la posición central en la economía colaborativa. Su [aparente] éxito reside en utilizar la tecnología digital para reducir lo que los economistas denominan “costes de transacción”, esto es, los costes de publicidad, comunicación, negociación y ejecución del contrato, etc. El uso de internet, aplicaciones y algoritmos permite que la contratación sea tan [peligrosamente] sencilla como hacer un “click” en una aplicación de teléfono móvil». Aglutinan «grandes grupos de prestadores y de usuarios de servicios» y generan «lo que los economistas denominan “efectos de red”», o sea una economía de red «proporcional al volumen de individuos que participan en la plataforma». (MONTERO, 2018, 32).

⁴ HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 230 y 231. El reciente Real Decreto-ley 21/2018 de 14 de diciembre, que modificó la LAU 1994, dio nueva redacción a diversos preceptos, estableciendo un nuevo régimen para el arrendamiento de vivienda aplicable a los arrendamientos celebrados entre 19 de diciembre de 2018 (fecha de la entrada en vigor del Real Decreto-ley) y el 22 de enero de 2019, fecha del acuerdo de derogación del Congreso de los Diputados. De acuerdo con la nueva redacción dada al artículo 9 de la LAU la duración del arrendamiento será la libremente concertada por las partes, pero si esta fuera inferior a cinco años (o a siete años si el arrendador es persona jurídica), existe un derecho de prórroga forzosa a favor del arrendatario de vivienda no suntuaria, hasta que el arrendamiento alcance una duración mínima de cinco años o siete años si el arrendador es persona jurídica, salvo que el arrendatario manifieste en plazo su voluntad de no renovación (art. 9.1 LAU). Si la vivienda es suntuaria las partes pueden pactar la inexistencia de este derecho de prórroga forzosa a favor del arrendatario. Se entiende por vivienda suntuaria, de acuerdo con el artículo 4.2 LAU en su nueva redacción, los arrendamientos de vivienda cuya superficie sea superior a 300 m² o en los que la renta inicial anual exceda de 5,5 veces el salario mínimo interprofesional anual, los cuales se rigen en primer lugar por la voluntad de las partes; en su defecto, por el Título II de la LAU y supletoriamente por el Código civil. Es decir, para estos arrendamientos el Título II de la LAU no es semiimperativo sino de Derecho dispositivo (de ahí la posibilidad de pactar la inexistencia de este derecho de prórroga forzosa a favor del arrendatario). Si llegada la fecha de vencimiento del contrato o de cualquiera de sus

prórrogas, ninguna de las partes hubiese notificado a la otra, al menos con treinta días de antelación, su voluntad de no renovación, el contrato se prorrogará obligatoriamente durante tres años más. Se trata de una prórroga tácita. Si el arrendamiento se inscribe en el Registro de la Propiedad, el derecho de prórroga forzosa del artículo 9.1 LAU y el de prórroga tácita del artículo 10.1 LAU, perjudicará a todo tercero comprador de la finca, esto es, el arrendamiento le será oponible y no regirá el principio del artículo 1571 Código civil «venta quita renta», es decir, el comprador no tendrá derecho a que se extinga el arriendo sino que tendrá que soportarlo. Para la inscripción del arriendo la finca tendrá que estar inmatriculada e inscrita la propiedad del arrendador. Si el arrendamiento no se inscribe, entonces de acuerdo con el artículo 14 LAU, si el adquirente de finca arrendada reúne los requisitos del artículo 34 LH, el arrendamiento no inscrito no le perjudica (arts. 32 y 34 LH y arts. 7 y 14 LAU, interpretados sistemáticamente). Esto es, se aplica la fe pública registral en beneficio del comprador. Si el arrendamiento está inscrito perjudica al tercero hipotecario y debe subrogarse en la posición del arrendador. Si el arrendamiento no constase inscrito y el adquirente no fuese tercero hipotecario del artículo 34 LH, el arrendamiento, en mi opinión, sí le afectaría (art. 14 LAU *a contrario sensu*, y *arg. ex art. 29 LAU, relativo al arrendamiento de local de negocio*). Lo destacable de la reforma es que contempla expresamente a la persona jurídica como arrendadora y dota en ese caso al arrendatario de un régimen especial (prórroga forzosa a favor del arrendatario de mayor duración). Persona jurídica que puede ser la empresa que solicitó financiación para su proyecto inmobiliario. En la misma idea de dotar de un régimen jurídico especial al arrendamiento verificado por personas jurídicas insiste el Real Decreto-ley 7/2019, de 1 de marzo, de medidas urgentes en materia de vivienda y alquiler, que da nueva redacción a diversos preceptos de la LAU. Esta nueva redacción es aplicable a los contratos que se celebren tras su entrada en vigor (prevista para el 6 de marzo de 2019, de acuerdo con la disposición final 3ª y disp. transitoria 1ª). Los contratos celebrados desde el día 22 de enero de 2019, en que se publicó la derogación del Real Decreto-ley 21/2018, de 14 de diciembre, al día 5 de marzo de 2019, se rigen, por lo tanto, por la redacción que dio a la LAU de 1994 la Ley 4/2013, pues la reforma operada por el Real Decreto-ley 7/2019 no tiene efectos retroactivos. Siempre que se trate de arrendamiento de vivienda no suntuaria (*arg. ex* artículo 4.2 LAU), el arrendatario tendrá un derecho de prórroga forzosa (o sea, obligatoria para el arrendador) de hasta 5 años, o 7 años si el arrendador es persona jurídica. En ambos casos, se establece una prórroga tácita posterior de hasta 3 años (arts. 4.2, 9.1 y 10 LAU). Se entiende por vivienda suntuaria «los arrendamientos de viviendas cuya superficie sea superior a 300 metros cuadrados o en los que la renta inicial en cómputo anual exceda de 5,5 veces el salario mínimo interprofesional en cómputo anual». Estos arrendamientos se rigen en primer lugar por la voluntad de las partes, en su defecto, por el Título II de la LAU y supletoriamente, por las disposiciones del Código civil. Por lo que es posible que las partes pacten la inexistencia de prórroga forzosa y que la venta de la vivienda arrendada extingue el arrendamiento, en cuyo caso, no sería aplicable el artículo 14 LAU, al que nos referimos a continuación. En caso de venta de la finca arrendada para uso de vivienda, siendo esta no suntuaria (arts. 4 y 14 LAU), el Real Decreto-ley recupera la excepción a la fe pública registral en favor del arrendamiento no inscrito durante el periodo de prórroga obligatoria de 5 o 7 años (tenga el contrato duración inferior o superior a la misma), de manera que al tercero de los artículos 32 y 34 LH el arriendo no inscrito le perjudicará por dicho plazo debiendo el comprador subrogarse en la posición del arrendador hasta que el arrendatario haya disfrutado la posesión de la vivienda durante un periodo igual a 5 o 7 años. Si el contrato es de duración superior a 5 o 7 años y el comprador no es tercero de los artículos 32 y 34 de la LH, deberá subrogarse por la totalidad de la duración pactada (art. 14.2 LAU). Igualmente, si el contrato figura inscrito (art. 7 LAU) será oponible *erga omnes* y perjudicará al comprador, que deberá subrogarse por la totalidad de la duración pactada.

⁵ HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 231.

⁶ «Un listado de las principales plataformas europeas e hispanoamericanas puede consultarse en <https://www.brickfunding.com/es/plataformas> donde se aprecia que esta fórmula ha alcanzado cierto éxito en Francia, México, Chile o Argentina, entre otros países» (HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 231, nota 3). *BrickFunding*, en sus propias palabras es «la plataforma

que agrupa en una sola web todos los proyectos de *crowdfunding* inmobiliario disponibles en internet, permitiendo al inversor global rastrear el mercado internacional en busca de las mejores oportunidades de inversión en las principales ciudades del mundo».

⁷ MORENO SERRANO, 2017, 122.

⁸ HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 232, 235-236.

⁹ HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 241.

¹⁰ MORENO SERRANO, 2017, 126.

¹¹ HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 233 y 236. También sería posible que un particular que operase de forma no profesional, solicitase financiación para rehabilitar inmuebles de su propiedad y arrendarlos después a terceros. En este caso, también estaríamos en presencia de un *crowdfunding* inmobiliario, pues se recurre a la microfinanciación colectiva y a la puesta en común de recursos mediante un portal de internet, y *el proyecto tiene por objeto una actividad inmobiliaria*, si bien al margen de toda actividad empresarial. Se trataría de una actuación enmarcada en la gestión del propio patrimonio personal inmobiliario que, en el ámbito de la LFFE, constituiría probablemente un *proyecto de consumo*. La OCU e instancias europeas como el *Bureau Européen des Unions de Consommateurs* (BEUC u Oficina Europea de Asociaciones de Consumidores), «llevan tiempo requiriendo a las plataformas que incluyan herramientas para distinguir si los proveedores de la actividad [promotores, en nuestro caso] operan como particulares o profesionales», caso este último en el que es de aplicación el Derecho de Consumo a las relaciones entre el promotor del proyecto inmobiliario y los inversores (APESTEGUÍA, 2018, 45).

¹² HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 238 y 239.

¹³ MORENO SERRANO, 2017, 133.

¹⁴ MORENO SERRANO, 2017, 134.

¹⁵ MORENO SERRANO, 2017, 135.

¹⁶ MORENO SERRANO, 2017, 137. Sobre las PFP en la LFFE, *vid.*, JIMÉNEZ PARÍS, 2018, 2812-2821.

¹⁷ MORENO SERRANO, 2017, 135.

¹⁸ MORENO SERRANO, 2017, 136.

¹⁹ MORENO SERRANO, 2017, 137. De acuerdo con el artículo 48.3 LFFE, «se prohíbe a toda persona, física o jurídica, no autorizada ni registrada como plataforma de financiación participativa el ejercicio de actividades legalmente reservadas a las mismas y la utilización de sus denominaciones propias o cualesquiera otras que puedan inducir a confusión con ellas».

²⁰ MORENO SERRANO, 2017, 139. Artículo 55.b) LFFE: «Serán requisitos para que una entidad obtenga y mantenga su autorización como plataforma de financiación participativa los siguientes: ... b) Tener su domicilio social, así como su efectiva administración y dirección, en territorio nacional o en otro Estado miembro de la Unión Europea».

²¹ MORENO SERRANO, 2017, 139.

²² MALDONADO RAMOS, 2018, 27.

²³ HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 239. De acuerdo con el artículo 393.1 TRLSC, «salvo acuerdo unánime de los socios, estos tendrán derecho a percibir en dinero la cuota resultante de la liquidación».

²⁴ MALDONADO RAMOS, 2018, 27.

²⁵ RD-Leg. 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores y normas que lo desarrollan, así como a la regulación que del mercado primario hacen diversos reglamentos comunitarios, en particular el Reglamento 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2017 sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado, que entrará en vigor el 21 de julio de 2019 (HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 240 y 241).

²⁶ MORENO SERRANO, 2017, 134; HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 241.

²⁷ MORENO SERRANO, 2017, 140. En efecto, de acuerdo con el artículo 391.2 TRLSC, «los liquidadores no podrán satisfacer la cuota de liquidación a los socios sin la previa satisfacción a los acreedores del importe de sus créditos o sin consignarlo en una entidad de crédito del término municipal en que radique el domicilio social».

²⁸ Un comentario a la misma puede verse en JIMÉNEZ PARÍS, 2018.

²⁹ HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 268-269.

³⁰ HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 269.

³¹ Cfr.: HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 270-271.

³² HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 270-274.

³³ HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 275.

³⁴ HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 275-276. Artículo 35 TRLMV. Oferta pública de venta o suscripción de valores. 1. Una oferta pública de venta o suscripción de valores es toda comunicación a personas en cualquier forma o por cualquier medio que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen, de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de estos valores. 2. *La obligación de publicar un folleto no será de aplicación a ninguno de los siguientes tipos de ofertas, que, consecuentemente a los efectos de esta ley, no tendrán la consideración de oferta pública:* a) Una oferta de valores dirigida exclusivamente a inversores cualificados. b) Una oferta de valores dirigida a menos de 150 personas físicas o jurídicas por un Estado miembro, sin incluir los inversores cualificados. c) Una oferta de valores dirigida a inversores que adquieran valores por un importe mínimo de 100.000 euros por inversor, para cada oferta separada. d) Una oferta de valores cuyo valor nominal unitario sea, al menos, 100.000 euros. e) *Una oferta de valores por un importe total en la Unión Europea inferior a 5.000.000 euros, lo que se calculará en un período de 12 meses.* 3. Cuando se trate de colocación de emisiones contempladas en las letras b), c), d) y e) del apartado anterior, dirigidas al público en general empleando cualquier forma de comunicación publicitaria, *deberá intervenir una entidad autorizada para prestar servicios de inversión a efectos de la comercialización de los valores emitidos. No será de aplicación esta obligación al ejercicio de la actividad propia de las plataformas de financiación participativa debidamente autorizadas*». Vid., artículo 50.1.a) y 68 LFFE. El artículo 50.1.a) entiende por promotor a la sociedad que va a emitir los valores. Vid, sobre esta forma de *crowdfunding* inmobiliario directo, HERNÁNDEZ SAINZ, 2017.

³⁵ HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 244.

³⁶ HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 276.

³⁷ Artículo 92 LSC: «Las acciones podrán estar representadas por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta. En uno y otro caso *tendrán la consideración de valores mobiliarios*. 2. Las participaciones sociales no podrán estar representadas por medio de títulos o de anotaciones en cuenta, ni denominarse acciones, y *en ningún caso tendrán el carácter de valores*». Vid, Anexo del TRLMV que no incluye las participaciones sociales como valores negociables.

³⁸ HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 277.

³⁹ MORENO SERRANO, 2017, 127.

⁴⁰ Cfr.: HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 242-246.

⁴¹ Sobre mercado secundario para transmitir la participación en el proyecto (crédito frente al promotor, acciones o participaciones sociales de su sociedad), la CNMV ha indicado en el documento «*Preguntas y Respuestas dirigidas a empresas Fin Tech sobre actividades y servicios que pueden tener relación con la CNMV*», última actualización 20 de septiembre de 2018, su posición al respecto. «3.7 *¿Puede una PFP registrada tener en su página web un “market place” donde los inversores puedan comprar y vender las inversiones en los proyectos?* Respuesta CNMV: El artículo 51 de la Ley 5/2015, que regula los servicios tanto principales como auxiliares que puede prestar una PFP, no contempla la posibilidad de que una PFP pueda establecer un sitio virtual a modo de mercado secundario donde los inversores puedan comprar y vender las obligaciones, acciones, participaciones o préstamos adquiridos previamente a través de una PFP. Además, el artículo 52 prohíbe expresamente que las PFP puedan realizar actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión. Sin embargo, el artículo 51.2 contempla la posibilidad de que la PFP habilite canales de comunicación a distancia para que los usuarios, inversores y promotores puedan ponerse en contacto entre sí antes, durante o después de que se haya financiado un proyecto. Por tanto, *en aras de favorecer la liquidez de la inversión, sí es posible incorporar en la página web de la PFP información sobre la existencia de un “market place”*. Este “market place” no reuniría las características propias de un mercado secundario y consistiría únicamente en la publicación de anuncios de inversores que deseen expresar su intención de vender la inversión que realizaron en algún proyecto publicado en la PFP. En ningún caso en estos anuncios debe aparecer el precio de

oferta. Asimismo, en la información ofrecida por la PFP se deberá advertir expresamente de que el papel que asume la PFP es únicamente el de facilitar la comunicación entre inversores (potenciales vendedores) y posibles usuarios (potenciales compradores). Además, la PFP indicará de forma destacada que el contacto entre inversores, así como la posible formalización de la compraventa, se deberá realizar al margen y sin intervención alguna de la plataforma y con arreglo a la normativa general que afecte a la transmisibilidad del instrumento utilizado para la financiación (valores, préstamos, participaciones). Los posibles interesados deberían entrar en contacto directo con el oferente y llegar a un acuerdo de forma bilateral. El oferente deberá poner a disposición del posible comprador la información disponible del promotor o, al menos, facilitarle la búsqueda de la misma».

⁴² Vid.: HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 246-268 y FLORES SEGURA, 2017.

⁴³ HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 265-266.

⁴⁴ De acuerdo con el artículo 55.c) de la LFFE, las PFP deben revestir la forma de sociedad de capital constituida por tiempo indefinido.

⁴⁵ El artículo 63.1 en relación con el artículo 63.3 LFFE, regula la limitación de la propia PFP y de sus administradores y otras personas vinculadas a la misma, a la participación en proyectos publicados en su página web, con la finalidad de impedir que la sociedad que es PFP controle a la empresa promotora del proyecto, lo que generaría un conflicto de intereses entre la PFP y sus clientes inversores en general. O que sea inversora en alto grado en dicho proyecto, lo que lesionaría su neutralidad en relación con otros proyectos publicados en la PFP y generaría conflicto de intereses con los clientes inversores en dichos otros proyectos. LFFE, artículo 63. *Proyectos vinculados*. 1. «Las plataformas de financiación participativa solo podrán participar en proyectos publicados en su página web de acuerdo con los siguientes requisitos: a) Su participación no podrá superar el 10 por ciento del objetivo de financiación de cada proyecto, ni permitir controlar la empresa en los términos previstos en el artículo 42 del Código de Comercio. b) Las plataformas de financiación participativa informarán a los inversores de forma clara y accesible del importe de su participación, o de la [participación] de las personas relacionadas en el apartado 3, en cada proyecto. Asimismo, publicarán en la web los criterios de su política interna para decidir su participación en los proyectos»...3. «Lo previsto en los apartados anteriores será también de aplicación a los administradores, altos ejecutivos y socios con participación significativa de las plataformas de financiación participativa, y a los cónyuges o personas con quienes estos convivan en análoga relación de afectividad así como a sus familiares hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad; ...». El artículo 63.2 en relación con el artículo 63.3 LFFE limita la posibilidad de la PFP de publicar proyectos de los que la propia PFP sea promotora, en su página web, limitación que se extiende a la publicación de proyectos promovidos por los administradores y otras personas vinculadas a la PFP. LFFE, artículo 63. *Proyectos vinculados*. ...2. Las plataformas de financiación participativa solo podrán publicar proyectos de los que sean promotoras en su propia página web conforme a los siguientes requisitos: a) el objetivo de financiación agregado de dichos proyectos no superará en cada ejercicio el 10 por ciento de los fondos efectivamente recaudados por todos los proyectos de financiación participativa publicados en su página web en el ejercicio inmediatamente anterior. b) Las plataformas de financiación participativa informarán inmediatamente a los inversores de forma clara y accesible de los proyectos de los que ellas o las personas relacionadas en el artículo siguiente fuesen promotores. 3. «Lo previsto en los apartados anteriores será también de aplicación a los administradores, altos ejecutivos y socios con participación significativa de las plataformas de financiación participativa, y a los cónyuges o personas con quienes estos convivan en análoga relación de afectividad así como a sus familiares hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad; respecto de los proyectos de los que sean promotores y sean publicados en las páginas web de sus respectivas plataformas. 4. Las plataformas de financiación participativa no podrán participar en proyectos publicados por otras plataformas de financiación participativa».

⁴⁶ Cfr. MORENO SERRANO, 2017, 128.

⁴⁷ Cfr., MORENO SERRANO, 2017, 132-133.

⁴⁸ Cfr.; MORENO SERRANO, 2017, 47-48.

⁴⁹ HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 243-244.

⁵⁰ HERNÁNDEZ SAINZ, 2018, 249-250.

⁵¹ Cfr.: MORENO SERRANO, 2017, 128.

⁵² MORENO SERRANO, 2017, 129.

⁵³ Las arras de desistimiento no asegurarían la adquisición del inmueble con la misma virtualidad que la opción de compra inscrita, pues el artículo 1454 del Código civil señala que «si hubiesen mediado arras o señal en el contrato de compra y venta, podrá rescindirse el contrato allanándose el comprador a perderlas o el vendedor a devolverlas duplicadas». En efecto, las arras de desistimiento constituyen, como señala ALBALADEJO, un medio lícito de desligarse las partes de la obligación, mediante el abandono de las arras por quien las entregó (promotor) o la devolución dobladas por quien las recibió (vendedor). Es decir, estas arras autorizan a no cumplir la obligación asegurada (obligaciones de pago del precio aplazado y de entrega de la cosa vendida derivadas del contrato de compraventa celebrado), conformándose el promotor-comprador con perderlas o el vendedor con devolverlas dobladas. Por ello, podemos decir que facilitan el incumplimiento, ya que se puede no cumplir, sin necesidad de quedar sujeto a indemnización de daños y perjuicios, simplemente perdiendo las arras entregadas (suma de dinero, normalmente). Que las arras hayan sido confirmatorias, penales o de desistimiento depende de lo pactado por los interesados. Si no consta tal voluntad, se consideran de desistimiento (art. 1454 CC). (ALBALADEJO, 2011, 278-280). En cuanto al precontrato de compraventa (art. 1451 CC), la doctrina discrepa sobre su naturaleza y sobre si en caso de falta de cumplimiento voluntario, cabe el cumplimiento forzoso, sustituyendo el fallo judicial el consentimiento que se niega a prestar el interesado, o bien solo cabe exigir indemnización de daños y perjuicios (*Vid.* ALBALADEJO, 2011, 446-451 y 453-454). Por el contrario «la inscripción atribuye al derecho de opción de compra eficacia *erga omnes*; el concedente puede enajenar o gravar la finca, pero el optante no resultará afectado por tales actos. En virtud de aquella eficacia, si la finca ha sido enajenada y el optante ejercita la opción, el adquirente sufrirá la pérdida de aquella y, si sobre la misma se hubieran constituido gravámenes, el ejercicio de la opción provocará la extinción de los mismos» (SÁNCHEZ CALERO y SÁNCHEZ-CALERO ARRIBAS, 2017, 75). Ello dada la prioridad de rango de la opción, artículo 17 LH, y dado que la titularidad del transmitente aparece en los libros sujeta a eventual resolución en caso de ejercitarse la opción, por lo que los adquirentes de derechos reales posteriores a la opción, adquieren titularidades claudicantes según registro (art. 34 LH *a sensu contrario* y art. 37 LH).

⁵⁴ MORENO SERRANO, 2017, 129.

⁵⁵ MORENO SERRANO, 2017, 129.

⁵⁶ Estas garantías adicionales a la fianza (art. 36.1 y 36.5 LAU) son particularmente importantes si tras el arrendamiento del inmueble se va a proceder a su venta, pues se asegura un buen estado del inmueble y un adecuado precio de venta. Tras el Real Decreto-ley 7/2019, que da nueva redacción a la letra e) del artículo 5, hay que tener en cuenta que «la cesión temporal de uso de la totalidad de una vivienda amueblada y equipada en condiciones de uso inmediato, comercializada o promocionada en canales de oferta turística, o por cualquier otro modo de comercialización o promoción, y realizada con finalidad lucrativa, cuando esté sometida a un régimen específico, derivado de su normativa sectorial específica», queda excluida del ámbito de aplicación de la LAU 1994. También hay que tener presente que podría ser posible que la promotora del proyecto inmobiliario verificara la comercialización de los arrendamientos turísticos, a su vez, a través de alguna plataforma intermediaria en línea.

⁵⁷ Artículo 74.2 LFFE: «Los proyectos basados en préstamos no podrán incorporar una garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual del prestatario». Artículo 87 LFFE: «Las plataformas de financiación participativa no publicarán proyectos en los que los consumidores soliciten un préstamo o crédito con garantía hipotecaria».

⁵⁸ No obstante, según SÁNCHEZ CALERO y SÁNCHEZ CALERO ARRIBAS, si bien la regla del artículo 26.1^º LH «está plenamente justificada cuando las prohibiciones legales de disponer constituyen el régimen general de determinados bienes ...cuando la prohibición resulta de hallarse los bienes en una circunstancia cuya verificación escapa por completo a la publicidad de la ley [son objeto de un proyecto de *crowdfunding* inmobiliario], parece imprescindible que, para que la prohibición legal de disponer sea efectiva frente a terceros adquirentes de buena fe, el Registro de la Propiedad proporcione a estos alguna forma

de noticia sobre el sometimiento del bien de que se trate a la situación que legalmente lo hace indisponible o limitadamente disponible» (SÁNCHEZ CALERO y SÁNCHEZ-CALERO ARRIBAS).

⁵⁹ *Vid.*, artículos 7 a 10 de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.

⁶⁰ En relación con proyectos inmobiliarios financiados mediante préstamos o mediante la emisión de participaciones de sociedades de responsabilidad limitada, las PFP podrán «formalizar los contratos de préstamo y de suscripción de participaciones que se basen en un acuerdo de voluntades, manifestado a través de la PFP, actuando en representación de los inversores» (art. 51.3 LFFE). El precepto se refiere a que la PFP está *autorizada por la ley, sin necesidad de otorgamiento de poder* (y pienso que también obligada) para, en nombre de los inversores, rellenar la *forma ad probationem* procedente (arts. 1278 a 1280 CC), una vez que el consentimiento de los inversores ha quedado plasmado por medios electrónicos a través de la página web (siempre que se trate de préstamo sin garantía real accesorio), facilitando esta formalización el recobro del préstamo, pues la escritura pública que lo documente servirá como título ejecutivo (art. 517.4º LEC).

⁶¹ SÁNCHEZ CALERO y SÁNCHEZ-CALERO ARRIBAS, 2017, 197-199.

⁶² MORENO SERRANO, 2017, 132.

⁶³ Artículos 248 CP: «Cometen estafa los que, con ánimo de lucro, utilizaren engaño bastante para producir error en otro, induciéndolo a realizar un acto de disposición en perjuicio propio o ajeno». artículo 250.1 CP: «El delito de estafa será castigado con las penas de prisión de uno a seis años y multa de seis a doce meses cuando: ... 5º.— El valor de la defraudación supere los 50.000 euros o afecte a un elevado número de personas». Esta pena que se impondría a los administradores sociales no impediría que también se impusiese a la persona jurídica responsable del delito la pena correspondiente según el artículo 251 bis CP.