

Karel van de Looij

***CROWDFUNDING* COMO ALTERNATIVA PARA
LA FINANCIACIÓN DE PROYECTOS
INMOBILIARIOS: POSIBILIDADES Y DESAFÍOS**
**Una comparación entre el derecho español y el
derecho neerlandés**

TRABAJO FINAL DE MÁSTER

Tutora: Dra. Maria Font i Mas

**Tarragona
2026**

Este TFM se ha realizado en la modalidad (marcar la opción que corresponda y completar)

☐ **Artículo científico**

☒ **Trabajo de investigación**

Este trabajo se ha elaborado siguiendo las normas de citación y referenciación establecidas por la American Psychological Association (APA, 7.^a edición)

Declaración de uso de herramientas de inteligencia artificial (IA)

Indique si ha utilizado herramientas de inteligencia artificial generativa (*ChatGPT, Copilot, Gemini, Claude* u otras) durante la elaboración de este trabajo.

☐ No he utilizado herramientas de IA.

☒ Sí he utilizado herramientas de IA.

En caso afirmativo,

Identifique la herramienta o herramientas utilizadas:

He utilizado Copilot como herramienta de inteligencia artificial generativa.

Descripción del uso realizado (*máximo 100 palabras*)

He utilizado la herramienta como ayuda para redactar la introducción, partiendo de la identificación y descripción de los diferentes métodos de investigación jurídica y añadiendo entonces los diversos elementos que yo consideraba necesarios o deseable para su estructura. También he utilizado la herramienta como ayuda para la identificación de plataformas de *crowdfunding* concretas en función de sus diferentes modalidades y de proyectos concretos financiados a través de ellas para poder mencionarlos como ejemplo.

Reflexión crítica sobre la utilidad, ventajas y limitaciones del uso de la IA (*máximo 200 palabras*)

La consultación de IA puede haber utilidad práctica porque proporciona rápidamente un concepto general de la información deseada o el producto deseado que puede servir como punto de partida práctico, ahorrando así tiempo. Sin embargo, ha resultado necesario evaluar críticamente los resultados: las conexiones que se establecen no siempre resultan lógicas, la información generada puede carecer de detalles importantes, los textos sugeridos a veces contienen errores y los ejemplos presentados no siempre resultan ser auténticos. Por lo tanto, es aconsejable, o incluso necesario, consultar las fuentes utilizadas, formular preguntas críticas y realizar una investigación (adicional) por cuenta propia para verificar la información proporcionada como por ejemplo, buscar un ejemplo proporcionado. En consecuencia, la consultación de IA sigue siendo principalmente una

herramienta.

Declaración responsable

Declaro que toda utilización de herramientas de inteligencia **artificial ha sido debidamente autorizada por mi tutora** e identificada y descrita, y que **asumo la plena responsabilidad** sobre la autoría, exactitud, integridad y originalidad del trabajo presentado.

ÍNDICE

RELACIÓN DE ABREVIATURAS UTILIZADAS.....	9
INTRODUCCIÓN.....	11
1. ORIGEN Y EVOLUCIÓN DEL <i>CROWDFUNDING</i>.....	14
1.1 Origen del <i>crowdfunding</i>	14
A. Denominación.....	14
B. Primeras apariciones del <i>crowdfunding</i>	14
C. Auge del <i>crowdfunding</i> y sus circunstancias.....	16
1) Entorno digital.....	16
2) Economía colaborativa.....	17
3) Crisis financiera.....	19
4) Financiación por vía alternativa.....	21
D. Observaciones conclusivas.....	22
1.2 Evolución del <i>crowdfunding</i>	24
A. Crecimiento potencial.....	24
B. Desarrollo cualitativo.....	24
C. Desarrollo cuantitativo.....	27
D. Desarrollo legal inicial.....	29
E. Desarrollo modalidades del <i>crowdfunding</i>	32
1) <i>Crowdfunding</i> inmobiliario.....	32
F. Observaciones conclusivas.....	33
1.3 Noción del <i>crowdfunding</i> ; papel de la plataforma.....	34
A. Papel de la plataforma.....	35
B. Observaciones conclusivas.....	36
2. MODALIDADES DEL <i>CROWDFUNDING</i>.....	38
2.1 Observaciones generales sobre la aplicación del <i>crowdfunding</i>	38
A. Observaciones conclusivas.....	40
2.2 Modalidades del <i>crowdfunding</i>	40

A.	Distinciones a nivel más general: directo e indirecto; lucrativo y no lucrativo.....	42
B.	Distinciones a nivel más concreto: modalidades del <i>crowdfunding</i>	43
1)	Clasificación de modalidades del <i>crowdfunding</i> generalmente utilizada.....	44
2)	Clasificaciones de modalidades del <i>crowdfunding</i> alternativas...48	
3)	Modalidad del <i>crowdfunding</i> inmobiliario.....	50
C.	Observaciones conclusivas.....	50
2.3	Características generales; partes; funcionamiento; ventajas y riesgos.....	52
A.	Partes y relaciones jurídicas.....	52
B.	Funcionamiento del <i>crowdfunding</i>	57
1)	Proceso del <i>crowdfunding</i>	57
2)	Papel de la plataforma.....	59
3)	Importe objetivo.....	60
4)	Retribución del servicio de la plataforma.....	61
C.	Ventajas y riesgos relacionados al <i>crowdfunding</i>	61
1)	Ventajas.....	61
2)	Riesgos.....	63
D.	Observaciones conclusivas.....	64
3.	MARCO LEGAL.....	67
3.1	Observaciones generales.....	67
3.2	Régimen jurídico nacional inicial; España y Países Bajos.....	68
A.	España.....	68
1)	Ámbito de aplicación.....	69
2)	Requisitos para las partes.....	71
3)	Protección de los inversores y promotores.....	73
B.	Países Bajos.....	77
1)	Sistema de exenciones, dispensaciones y autorizaciones.....	78
2)	Protección de los inversores.....	79
3)	Servicios auxiliares; autorización adicional.....	80

4)	Requisitos promotores.....	81
C.	Observaciones conclusivas.....	81
3.3	Regulación Europea; introducción del Reglamento (UE) 2020/1503.....	84
A.	Plataforma de <i>crowdfunding</i> en el Reglamento (UE) 2020/1503.....	85
B.	Promotor de proyectos en el Reglamento (UE) 2020/1503.....	88
C.	Inversores en el Reglamento (UE) 2020/1503.....	89
D.	Gestión del <i>crowdfunding</i> en el Reglamento (UE) 2020/1503.....	91
E.	Observaciones conclusivas.....	94
3.4	Régimen jurídico nacional vigente; España y Países Bajos.....	97
A.	España.....	97
1)	Plataformas no armonizadas.....	98
2)	Plataformas armonizadas.....	99
3)	Aspecto novedoso; agrupación de inversores.....	101
B.	Países Bajos.....	101
1)	Autoridad nacional competente.....	102
2)	Derogación normas nacionales.....	103
3)	Sujeción sistema nacional de financiación de la supervisión.....	103
C.	Observaciones conclusivas.....	104
4.	CROWDFUNDING INMOBILIARIO.....	107
4.1	Contexto de la financiación inmobiliaria.....	107
A.	Financiación inmobiliaria.....	107
1)	Fuentes tradicionales.....	107
2)	Fuentes innovadoras.....	109
4.2	Origen y evolución del <i>crowdfunding</i> inmobiliario.....	110
A.	Aparición del <i>crowdfunding</i> en el mercado inmobiliario.....	110
B.	Evolución del <i>crowdfunding</i> inmobiliario.....	112
C.	Observaciones conclusivas.....	114
4.3	Aplicación del <i>crowdfunding</i> y sus modalidades en el sector inmobiliario.....	115

A.	<i>Crowdfunding</i> inmobiliario; diversidad de objetivos e instrumentos jurídicos.....	115
B.	<i>Crowdfunding</i> inmobiliario; posibles modalidades y su funcionamiento.....	116
C.	<i>Crowdfunding</i> inmobiliario; modalidades aplicadas en la práctica.....	119
D.	Observaciones conclusivas.....	121
4.4	<i>Crowdfunding</i> inmobiliario indirecto; Ventajas, puntos de interés y limitaciones.....	122
A.	Ventajas y riesgos del <i>crowdfunding</i> inmobiliario de carácter general..	123
B.	Puntos de interés y limitaciones del <i>crowdfunding</i> inmobiliario financiero.....	125
C.	Evaluación en función del marco legal del <i>crowdfunding</i>	127
D.	Observaciones conclusivas.....	130
4.5	<i>Crowdfunding</i> inmobiliario; perspectiva transfronteriza.....	132
A.	Reglamento (UE) 2020/1503: financiación transfronteriza; régimen de pasaporte.....	132
B.	<i>Crowdfunding</i> inmobiliario; el lugar del inmueble como elemento transfronterizo.....	133
C.	Excepción a la prestación transfronteriza para «plataformas no armonizadas».....	134
D.	Observaciones conclusivas.....	135
4.6	Alternativas al <i>crowdfunding</i> inmobiliario de préstamo y de inversión.....	136
A.	<i>Crowdfunding</i> inmobiliario a través de contratos de cuentas en participación.....	136
B.	Sociedades anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario y Fondos de Inversión Inmobiliaria.....	139
C.	Inversores privados.....	141
D.	Observaciones conclusivas.....	141
CONCLUSIONES.....		143
BIBLIOGRAFÍA.....		150

RELACIÓN DE ABREVIATURAS UTILIZADAS

AEVM: Autoridad Europea de Valores y Mercados

AFM: *Autoriteit Financiële Markten* (Autoridad neerlandesa para los Mercados Financieros)

BCE: Banco Central Europeo

BdE: Banco de España

BGfo Wft: *Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft* (Decreto de Supervisión de la conducta de las Entidades Financieros en virtud de la Ley de Supervisión Financiera)

BOE: Boletín Oficial del Estado

BuEU: *Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten* (Decreto sobre la transposición de los Reglamentos de la Unión Europea sobre los Mercados Financieros)

C2C: *consumer to consumer*

CCom: Código de Comercio

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

Decreto: *Uitvoeringsbesluit verordening Europese crowdfundingdienstverleners voor bedrijven* (Decreto de Transposición del Reglamento (UE) 2020/1503 relativo a los proveedores de servicios de financiación colectiva europeos para empresas)

DGSFP: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

DNB: *De Nederlandsche Bank* (Banco Central neerlandés)

DOUE: Diario Oficial de la Unión Europea

FII: Fondos de Inversión Inmobiliaria

Fintech: *financial technology*

Jobs Act: *Jumpstart Our Business Startups Act*

Ley 18/2022: Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas (en adelante: Ley 18/2022)

LFEE: Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial

LSC: Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

MiFID II: Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE

P2P: *peer to peer*

Propuesta: Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas, de 18 marzo de 2018

Pymes: empresas pequeñas y medianas

Reglamento (UE) 2020/1503: Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937

SOCIMI: Sociedades anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario

SPV: *special purpose vehicle* (sociedad vehículo creada *ad hoc*)

TRLMV: Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores

UE: Unión Europea

UMC: Unión de los Mercados de Capitales

VrWft: *Vrijstellingsregeling Wft*

Wft: *Wet op het financieel toezicht* (Ley neerlandesa sobre la supervisión financiera)

INTRODUCCIÓN

El derecho desempeña un papel esencial en la estructuración y facilitación de las actividades económicas y sociales, particularmente en ámbitos complejos como el desarrollo inmobiliario y territorial. En este contexto, las entidades públicas no solo actúan como reguladoras, sino también como agentes activos en la promoción y viabilización de proyectos que contribuyen al logro de los objetivos políticos.

Este papel activo también lo desempeña mi empleador, la provincia neerlandesa de Brabante Septentrional (*Provincie Noord-Brabant*), para el cual creó el departamento encargado del desarrollo de inmuebles y de áreas, a través del cual participa en la implementación de proyectos en su ámbito. Estos proyectos abarcan, entre otros, desarrollos urbanos, desarrollos de campus y procesos de reconversión de complejos patrimoniales. En todos estos casos, la realización de los proyectos requiere no solo un sólido marco jurídico, sino también la articulación de diversos instrumentos que permitan su efectiva ejecución. Entre dichos instrumentos, el financiamiento ocupa un lugar destacado, ya que constituye un elemento clave para hacer posible iniciativas que, de otro modo, no podrían materializarse o lo harían con dificultad.

En el ejercicio de mi función como asesor jurídico sénior en este departamento del desarrollo de inmuebles y de áreas, he tenido la oportunidad de involucrarme en proyectos que han sido apoyados mediante distintas formas de financiación. En uno de estos casos concretos, relativo a un proyecto de reconversión de un complejo patrimonial, además de los mecanismos tradicionales, se recurrió al *crowdfunding* como fuente de financiación. Se trata de la transformación de un castillo del siglo XIV situado en Gemert, Países Bajos, en un hotel superior de cinco estrellas con atractivo internacional. El castillo de Gemert ha sido declarado Monumento Nacional y está considerado uno de los



Origen: BL Huisvesting B.V.

lugares patrimoniales de mayor valor cultural e histórico de la provincia de Brabante Septentrional. En su afán por preservar de forma sostenible este patrimonio, la provincia de Brabante Septentrional ha concedido un préstamo para hacer posible esta transformación. Además, se recaudó con éxito financiación mediante préstamos para el proyecto en varias rondas a través de la plataforma de *crowdfunding* neerlandesa *Geldvoorelkaar.nl*, la última de las cuales ascendió a 1,75 millones de euros¹. Esta experiencia práctica despertó mi interés por esta forma alternativa de financiación, tanto en lo que respecta a su funcionamiento como a sus implicaciones jurídicas y su potencial en el ámbito del desarrollo inmobiliario.

El *crowdfunding* presenta, además, un marcado carácter innovador e internacional, basándose en el uso de plataformas digitales accesibles a través de internet. Gracias a esta infraestructura tecnológica, se posibilita que una pluralidad de personas, potencialmente ubicadas en países distintos de la plataforma o el promotor, puedan hacer aportaciones a un proyecto, lo que amplía de forma significativa el acceso a fuentes de financiación.

Al mismo tiempo, esta dimensión digital favorece el carácter transfronterizo del *crowdfunding*, ya que trasciende las fronteras nacionales y se inserta en un entorno financiero cada vez más integrado. En la Unión Europea, el *crowdfunding* se configura como un instrumento que puede contribuir al desarrollo de la Unión de los Mercados de Capitales, al promover la inversión privada y así facilitar el acceso a financiación. No obstante, este carácter transfronterizo plantea también importantes desafíos jurídicos, tales como la determinación de la normativa aplicable, la protección de los inversores, la supervisión de las plataformas y la coordinación entre autoridades nacionales.

En este contexto, la presente investigación tiene por objeto analizar el *crowdfunding* como mecanismo alternativo de financiación en general y en particular en el ámbito inmobiliario. En particular, se pretende delimitar su concepto y su marco legal, así como examinar las particularidades de su articulación jurídica y su aplicación al mercado inmobiliario. Asimismo, el estudio se orienta a dar respuesta a las siguientes cuestiones: ¿cuáles son las posibilidades que ofrece el *crowdfunding* en la financiación de proyectos y, más concretamente, proyectos inmobiliarios y qué desafíos plantea? ¿En qué medida

¹ [Hotel Kasteel Gemert Luxury Division | Geldvoorelkaar.nl](https://www.hotelkasteelgemert.nl/en/Hotel-Kasteel-Gemert-Luxury-Division/Geldvoorelkaar.nl).

presenta un carácter transfronterizo y cuáles son sus implicaciones? ¿Pueden identificarse alternativas al *crowdfunding* inmobiliario? Este análisis se realiza desde una perspectiva comparada, teniendo en cuenta tanto el derecho español como el derecho neerlandés.

Para ello, la investigación aborda de manera sistemática, en primer lugar, el origen y la evolución del *crowdfunding* como fenómeno financiero; en segundo lugar, las distintas modalidades y aplicaciones que este instrumento ha desarrollado; en tercer lugar, el marco jurídico aplicable al *crowdfunding* desde su primera introducción; y, finalmente, su utilización específica en la financiación de proyectos inmobiliarios, prestando especial atención a sus ventajas y desafíos, su perspectiva transfronteriza y sus alternativas.

Desde el punto de vista metodológico, el estudio se basa principalmente en el método dogmático, a través del análisis de la literatura jurídica relevante y de la legislación aplicable. Asimismo, se emplea el método comparado para examinar las similitudes y diferencias entre los ordenamientos jurídicos español y neerlandés, incorporando también algún elemento del análisis práctico en relación con la aplicación del *crowdfunding*.

La relevancia de este estudio radica en su contribución a un ámbito emergente del derecho financiero y privado (internacional), en el que convergen la innovación tecnológica, la financiación alternativa y el desarrollo transfronterizo. En este sentido, se pretende ofrecer un análisis que no solo sea de interés académico, sino que también resulte útil para la práctica profesional en un entorno europeo cada vez más integrado.

Finalmente, la estructura del trabajo se organiza en varios capítulos que abordan, respectivamente, el origen y evolución del *crowdfunding*, sus distintas modalidades, su marco jurídico, su aplicación en el ámbito inmobiliario, y, por último, las conclusiones derivadas del análisis realizado. Con el fin de facilitar la claridad y el seguimiento del estudio, cada una de las secciones relevantes se cierra con unas observaciones conclusivas, en las que se sintetizan y valoran los principales hallazgos.

1. ORIGEN Y EVOLUCIÓN DEL *CROWDFUNDING*

1.1 *Origen del crowdfunding*

A. *Denominación*

El *crowdfunding* es un término anglosajón que en el sentido literal de la palabra, puede describirse como un recurso para apelar al público (*'crowd'*) con el fin de recibir financiamiento (*'funding'*). Este término hace referencia a una actividad realizada a través de herramientas denominadas «plataformas de *crowdfunding*»². En los Países Bajos se ha adoptado este término en su forma inglesa y se ha vuelto común para la denominación de este fenómeno. En España a menudo también se utiliza el término adaptado al español y así aplicado en la legislación española: «financiación participativa». A continuación utilizaremos ambas formas para denominar el mismo fenómeno.

El *crowdfunding* puede utilizarse para diversos fines, desde fines ideales, artísticos o particulares a pequeña escala hasta fines comerciales. Por ejemplo, puede implicar la financiación de una causa benéfica o una obra de arte o puede involucrar a individuos privados que quieran recaudar fondos para diversos fines, como la compra de un coche nuevo, unos estudios o un tratamiento médico. A nivel comercial puede tratarse de empresas de nueva creación u empresas ya existentes que deseen recaudar capital para el desarrollo de sus proyectos³.

B. *Primeras apariciones del crowdfunding*

Este recurso de apelar al público para obtener financiación en sí mismo no es una novedad⁴, sino que se trata de un concepto que ha ido evolucionando a medida que ha ido pasando el tiempo. Son muchos los proyectos que se han financiado a manos de una multitud de (pequeños) inversores⁵. De la doctrina se desprende que es posible señalar iniciativas recaudatorias asimilables al *crowdfunding* desde el siglo XVIII. Ejemplos más lejanos que se utilizan más o menos frecuentemente, son la traducción de la *Iliada* llevada a cabo por el poeta Alexander Pope en 1713, quien pidió dinero para conseguir su

² Grundmann-van de Krol (2013), p.1. Villacorta Hernández (2023), p. 152.

³ Grundmann-van de Krol (2013), p.1. Van Poelgeest (2012), p. 6.

⁴ Grundmann-van de Krol (2013), p.1.

⁵ Molina *et al.* (2024), p. 79.

publicación a cambio de citar en su trabajo a todos aquellos donantes que participaron en el proyecto; la creación de suscripciones por famosos compositores de música clásica como Mozart y Beethoven para la financiación de sus obras y sus giras de conciertos por las que los interesados pagaban a los compositores a cambio de ciertos privilegios; o la campaña en 1885 en el periódico *The New York World* para la financiación de los costes de ensamblaje de la Estatua de la Libertad y la construcción de un pedestal en el que situarla a cambio de publicar los nombres de todos los donantes en el periódico, consiguiendo así los fondos necesarios a través de donaciones provenientes de los ciudadanos. Como ejemplos ya no tan lejanos podemos señalar algunos desarrollos en el mercado financiero de los Estados Unidos, donde en el siglo pasado, en vísperas de la Gran Depresión, aparecieron asociaciones orientadas a la financiación de las actividades de sus miembros como respuesta a la dificultad de las empresas pequeñas y medianas (pymes) al acceso al crédito bancario, captando fondos de inversores. Haciendo frente a la desregulación existente, esta práctica condujo a la primera legislación con el objetivo de proteger a accionistas y prestamistas de posibles fraudes. Más tarde, a finales del mismo siglo, como respuesta a una nueva crisis en el mercado financiero, resultado del estallido de la burbuja financiera provocado por la creación y expansión de nuevos y complejos productos financieros, el legislador estadounidense aprobó una nueva ley, la *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act*, que supuso una serie de obligaciones adicionales de importante coste para los pequeños empresarios para obtener financiación mediante la salida a Bolsa y las ofertas públicas iniciales, circunstancia que volvió a favorecer la tendencia hacia las alternativas de financiación para las pymes. Un último ejemplo más reciente y más adaptado al concepto actual del *crowdfunding* frecuentemente utilizado tiene lugar en el sector musical y es el de la campaña lanzado mediante un portal web por la banda de rock británica llamada *Marillion* a finales del siglo pasado para recaudar de sus *fans* los fondos necesarios para financiar una gira por los Estados Unidos y el lanzamiento de su nuevo disco⁶.

⁶ Fonticiella Hernández (2021), pp. 57-59. Molina *et al.* (2024), p. 79. Fonticiella Hernández señala que una vez la gran crisis financiera finalmente se convirtió en una realidad la primera legislación estadounidense sobre iniciativas recaudatorias asimilables al *crowdfunding* se culminó con la promulgación de la *Securities Act* en el año 1933.

C. *Auge del crowdfunding y sus circunstancias*

A partir del estallido de la crisis financiera en el año 2008, tanto en España como en los Países Bajos, especialmente las empresas pequeñas y medianas (en adelante: pymes) y las empresas emergentes se enfrentaron a más dificultades para obtener financiación bancaria. Se otorgaron menos créditos de cantidades menores debido a los mayores riesgos atribuidos a este segmento y al mayor diferencial de tasas de interés para las grandes empresas⁷. Además, el crédito bancario estaba sujeto a ciertas condiciones y costos⁸. Estas dificultades para acceder al crédito bancario a pesar de las necesidades de financiación de las pymes y empresas emergentes han contribuido al surgimiento y crecimiento del *crowdfunding* en su concepto actual⁹.

Además, la aparición y el impulso del *crowdfunding* ha recibido un apoyo importante por la aplicación de los nuevos entornos digitales y, en su estela, el desarrollo de la economía colaborativa¹⁰. En este sentido, el fenómeno del *crowdfunding* se ha identificado a menudo como una actividad disruptiva, esto es, su especial capacidad para instalarse y afianzarse sorpresivamente en los mercados tradicionales. Sin embargo, como indica Fonticiella Hernández, independientemente de si el carácter disruptivo se adecua con las características del *crowdfunding*, debemos reconocer la existencia de sus aspectos novedosos¹¹.

1) *Entorno digital*

En primer lugar, podemos referirnos a la intervención de internet, aspecto imprescindible para entender y llevar a cabo el concepto actual del *crowdfunding*¹². El desarrollo de internet en los últimos años ha desencadenado una serie de cambios profundos en la contratación, posibilitando la llamada contratación electrónica. Además, ha favorecido el desenvolvimiento de nuevos modelos de negocio, basados en las posibilidades que ofrece este nuevo medio, distintos a los tradicionales, facilitados por la intermediación de las

⁷ Grundmann-van de Krol (2013), p.2.

⁸ Van Poelgeest (2012), p. 6.

⁹ Grundmann-van de Krol (2013), p.2.

¹⁰ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 323.

¹¹ Fonticiella Hernández (2021), pp. 59 y 60. Según Fonticiella Hernández el carácter disruptivo no está presente en la actividad propiamente dicha, es decir, la solicitud masiva de financiación o la intervención de internet en esta actividad.

¹² Fonticiella Hernández (2021), pp. 59 y 60.

plataformas digitales o en línea¹³. Así la intervención de internet ha posibilitado la deslocalización de las actividades conduciendo a un abaratamiento de los costes¹⁴.

2) Economía colaborativa

Como consecuencia de este desarrollo técnico, ha surgido un nuevo tipo de economía, denominada la economía colaborativa, fenómeno innovador, que, alterando las bases de la economía tradicional, ha facilitado el acceso de los particulares a bienes, servicios y oportunidades de inversión que antes no estaban disponibles por la existencia de barreras de entrada al mercado o por las limitaciones del modelo de negocio de sus intermediarios¹⁵. En su documento ‘*Una Agenda Europea para la economía colaborativa*’¹⁶ de 2 de junio de 2016, la Comisión Europea definía la economía colaborativa como «modelos de negocio en los que se facilitan actividades mediante plataformas colaborativas que crean un mercado abierto para el uso temporal de mercancías o servicios a menudo ofrecidos por particulares»¹⁷.

La economía colaborativa nació en respuesta al círculo de ineficiencia e inequidad a consecuencia del «hiperconsumismo» en el cual la economía a nivel global parecía haber caído a principios de los años 2000. El concepto de la economía colaborativa se popularizó gracias a la concurrencia de la crisis financiera del año 2008 que hizo patente el cuestionamiento de un sistema económico basado en este hiperconsumo y aumentó la permeabilidad de la sociedad hacia nuevos modelos de consumo alternativos o complementarios¹⁸.

Como señala Marcé Calzada, por la digitalización del mercado se ha dotado de especialidad a una forma de operar tradicional como era el intercambio y,

¹³ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 323.

¹⁴ Fonticiella Hernández (2021), pp. 59 y 60.

¹⁵ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 323 – 326.

¹⁶ COM(2016) 356 final, disponible en [EUR-Lex - 52016DC0356 - EN - EUR-Lex](#).

¹⁷ Fonticiella Hernández (2021), p. 47. Respecto a las partes implicadas, la Comisión Europea declara: «La economía colaborativa implica a tres categorías de agentes i) prestadores de servicios que comparten activos, recursos, tiempo y/o competencias —pueden ser particulares que ofrecen servicios de manera ocasional («pares») o prestadores de servicios que actúen a título profesional («prestadores de servicios profesionales»); ii) usuarios de dichos servicios; y iii) intermediarios que —a través de una plataforma en línea— conectan a los prestadores con los usuarios y facilitan las transacciones entre ellos («plataformas colaborativas».)» y a la naturaleza de las transacciones: «Por lo general, las transacciones de la economía colaborativa no implican un cambio de propiedad y pueden realizarse con o sin ánimo de lucro» (Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 324.

¹⁸ Marcé Calzada (2022), p. 1068.

paradójicamente, se permite volver a ella¹⁹, modificando las formas de trabajo y de consumo²⁰. Así, la economía colaborativa ha conducido a una mejor utilización de recursos infrautilizados, una reducción de precios de intercambio favorable al consumidor y una mayor disponibilidad de fondos en contextos de crisis financiera y ha permitido materializar iniciativas favorecedoras de la colaboración social, de la diversificación del riesgo financiero y de un uso más sostenible de los bienes. Esto se ha hecho posible gracias a que las plataformas digitales han abierto estos mercados a una pluralidad de nuevos oferentes actuando como intermediarias entre el productor del servicio y el consumidor final. A diferencia del comercio electrónico o *e-commerce*, se trata de un intercambio de bienes entre particulares, utilizando las nuevas tecnologías²¹.

Por tanto en la verdadera economía colaborativa las plataformas se limitan a poner en relación a los proveedores de productos y/o servicios con los demandantes de los mismos, sin que intervengan en el negocio subyacente en el cual los proveedores ya no son solo empresas o empresarios sino que, también, las personas físicas-consumidores pueden adoptar el rol de proveedor ocasionando la posibilidad de relaciones entre pares o iguales generando relaciones P2P (*peer to peer*) o C2C (*consumer to consumer*), fuera o lejos de las relaciones de consumo típicas de la contratación tradicional, caracterizadas por la asimetría contractual de las partes. Debido al papel fundamental que realizan como intermediadoras entre las partes contratantes, las plataformas se convierten en el principal actor e impulsor de la economía colaborativa, pues, sin ellas, no puede desarrollarse. En este entorno colaborativo, a través de las plataformas intermediarias, es posible conseguir financiación de una forma nueva y diferente a las tradicionales como a través del *crowdfunding*²².

Fintech (*financial technology*): el *crowdfunding* a menudo se considera uno de los desarrollos que han surgido como resultado del fenómeno «*fintech*»²³. Aún no existe una definición oficial del *fintech*, entendemos que con este término se ha denominado la aplicación de la tecnología a los servicios financieros dirigida a su mejora²⁴. Como

¹⁹ Marcé Calzada (2022), p. 1069.

²⁰ Gil Moreno (2021), p. 13.

²¹ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 323 y 324.

²² Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 325 y 326.

²³ Fonticiella Hernández (2021), p. 47.

²⁴ Van Praag (2016), p. 2.

destaca Fonticiella Hernández, una parte importante de los cambios originados por este fenómeno en el sistema financiero fueron alentados paralelamente por el desarrollo de la economía colaborativa²⁵. Es decir que a nivel global se ha estructurado en variados modelos de negocio entre los cuales, algunos incorporan el concepto de la economía colaborativa como los mercados de financiación participativa, que pretenden satisfacer las necesidades de financiación de los solicitantes mediante fondos aportados y agrupados por una multitud o red de inversores minoristas y/o profesionales²⁶, aprovechando las nuevas tecnologías, en concreto el desarrollo de internet para facilitar el acceso a la financiación sin la intermediación de la banca²⁷. En el caso del sector financiero, el patrón de la economía colaborativa condujo a la instauración del *crowdfunding* como una alternativa real, si bien todavía minoritaria, para inversores y promotores de proyectos²⁸.

3) Crisis financiera

En este marco del desarrollo de la economía colaborativa, el *crowdfunding*, en su concepto actual, surgió como respuesta a la crisis financiera mundial del año 2008 que provocó una fuerte restricción del crédito ofrecido por las instituciones bancarias²⁹, reduciendo drásticamente el acceso a las fuentes tradicionales de financiación. Esta reducción de acceso resultó, entre otras, de la desastrosa comercialización de productos financieros entre los inversores minoristas que supuso una irreparable pérdida de confianza en la actividad bancaria³⁰. La irresponsabilidad con la que los operadores financieros habían venido operando provocó una fuerte respuesta institucional en forma de legislación, como el Acuerdo de Basilea³¹, que supuso la revisión de los estándares internacionales de regulación bancaria y la aprobación de un nuevo marco de regulación

²⁵ Fonticiella Hernández (2021), p. 47.

²⁶ Marcé Calzada (2022), p. 1069.

²⁷ Molina *et al.* (2024), p. 80, Van Praag (2016), p. 2.

²⁸ Fonticiella Hernández (2021), p. 48.

²⁹ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 327.

³⁰ Fonticiella Hernández (2021), p. 48.

³¹ Como señala Marcé Calzada, el Acuerdo de Basilea fue aprobado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea por primera vez en 1988 y posteriormente modificado en 2004. Tras la crisis financiera fue revisado en profundidad en 2010, aprobándose un nuevo marco de regulación prudencial sobre la banca, conocido como Basilea III: Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, “Basilea III: Finalización de las reformas poscrisis”, de diciembre de 2017, disponible en [Basilea III: Finalización de las reformas poscrisis](#).

prudencial con efecto directo sobre las entidades financieras, forzadas a endurecer los requisitos de acceso al crédito³².

Reducción de crédito: como se sabe, las economías contemporáneas basan esencialmente su crecimiento y, de hecho, la viabilidad de su propio funcionamiento en la disponibilidad y el acceso al crédito en condiciones razonables³³. La actividad empresarial depende en gran medida del funcionamiento del mercado de financiación, intermediado tradicionalmente a través de entidades bancarias o bien a través del acceso directo a los mercados de capitales (Bolsas y demás mercados regulados)³⁴. Especialmente la economía española ha sido tradicionalmente una de las más bancarizadas del mundo desarrollado, oscilando entre un 70% y un 80% el peso medio de la deuda bancaria en el pasivo de las empresas, frente al 30% de los Estados Unidos y al 50% de las economías centrales de la Eurozona³⁵. Dada esta gran dependencia estructural, no es sorprendente que una paralización del crédito y un fuerte recorte de las fuentes de financiación se perciben como efectos demoledores³⁶, lo que se hizo sentir especialmente en España pero también en los Países Bajos a raíz de la crisis financiera que provocó, a partir del año 2009, precisamente una muy acusada reducción en el acceso al crédito bancario acompañado de un paralelo incremento de su coste³⁷, teniendo en cuenta que, como señala Villacorta Hernández, las entidades bancarias fueron siempre la casi exclusiva proveedora de financiación para las empresas y especialmente las pymes³⁸, consideradas a menudo la columna vertebral de la economía. Si las pymes no pueden encontrar la financiación

³² Marcé Calzada (2022), p. 1069. Como destaca Van Eersel el endurecimiento de los requisitos de acceso al crédito fue confirmado por el informe sobre la exploración de la financiación no bancaria para las pymes de la autoridad supervisora de los mercados financieros neerlandesa de 9 de abril de 2021 en que la autoridad concluye que, en muchos casos, las pymes se ven obligadas a recurrir a este tipo de financiación no bancaria porque los bancos se están retirando del mercado de crédito para las pymes. La autoridad sugiere que los requisitos más estrictos para el crédito bancario podrían desempeñar un papel en este aspecto. Según Van Eersel la autoridad podría estar refiriéndose aquí a la fuerte caída del apetito por el riesgo de los bancos en el contexto de las regulaciones para prevenir el blanqueo de capital y el financiamiento del terrorismo, con el resultado de que los bancos están imponiendo voluntariamente requisitos mucho más estrictos que lo que prescriben las normas (Van Eersel (2021), p. 1).

³³ Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 104.

³⁴ López Ortega (2021), p. 3.

³⁵ García (2022), p. 3, quien también señala que la escasa diversidad en la oferta de dinero se ha traducido en resultados negativos de España en las encuestas publicadas por el BCE sobre acceso a la financiación de la pyme, lo cual afecta negativamente al crecimiento económico y hace que el tamaño medio de la pyme española continúe siendo muy inferior a la media europea.

³⁶ Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 104.

³⁷ López Ortega (2021), p. 3.

³⁸ Villacorta Hernández (2023), p. 154 y Messelink (2025), p. 3.

adecuada, esto puede conducir a la ralentización de su crecimiento y la transición hacia una economía más sostenible³⁹.

Desintermediación financiera: como se estableció previamente podemos destacar que la crisis financiera ha actuado como catalizador en la transición de nuestra sociedad: cada vez más personas toman sus vidas en sus propias manos y toman sus propias decisiones sobre diversos aspectos de las mismas como la atención sanitaria, la vivienda y la energía, a través de nuevas formas de cooperación y colectivos. Recaudar fondos para alcanzar sus objetivos también es una de ellas⁴⁰. Así, en el marco del rápido avance de la tecnología y la creciente tendencia social hacia la creación de comunidades virtuales⁴¹, iniciativas tanto empresariales como particulares, promovidas principalmente por pymes y personas físicas de recursos limitados que se vieron excluidas del mercado de crédito, sentaron las bases para la aparición y crecimiento de los mercados de financiación participativa⁴². En este contexto, además, el cuestionamiento del papel de los mercados financieros y las instituciones bancarias ha acelerado esta tendencia hacia la desintermediación financiera que ha dado forma a algunos de los esquemas de financiación alternativa de base “colectiva” o “comunitaria”⁴³, dotados por las características que pueden ser promovidas tanto por personas físicas como personas jurídicas y, además deben ser presentadas en un portal de internet específicamente diseñado para ello⁴⁴.

4) Financiación por vía alternativa

Propiciado por la existencia de una considerable demanda de financiación por parte de las empresas, junto con el cambio de tendencia en los modelos de negocio a raíz de la explosión del emprendimiento empresarial, la innovación tecnológica y el auge de los modelos basados en la economía colaborativa⁴⁵, la posibilidad de recibir financiación por vía alternativa ha atraído a numerosas pymes⁴⁶. Así, la crisis financiera mundial del año 2008 condujo a un auge de la obtención de fondos por medio de cauces alternativos a la

³⁹ Messelink (2025), p. 2.

⁴⁰ Burmanje *et al.* (2017), p. 1.

⁴¹ Fonticiella Hernández (2021), p. 48.

⁴² Marcé Calzada (2022), p. 1069.

⁴³ Rodríguez de las Heras Ballell (2013), pp. 104 y 105.

⁴⁴ Molina *et al.* (2024), p. 77.

⁴⁵ Villacorta Hernández (2023), p. 154.

⁴⁶ Ortolani *et al.* (2021), p. 5.

banca tradicional como el *crowdfunding*. Este tipo de financiación alternativa puede caracterizarse por la facilidad y rapidez a la hora de solicitar y obtener capital, exigiendo unos requisitos y condiciones de acceso mucho más fáciles de alcanzar que los requeridos por los créditos bancarios. Se realiza a través de internet con las plataformas digitales, entornos electrónicos de interacción entre oferentes y demandantes que proporcionan a sus usuarios el acceso a los servicios y proveen aplicaciones que precisan los receptores para dar a conocer sus proyectos y hacer un seguimiento de estos, provocando un proceso de desintermediación financiera que permite la eliminación de barreras, la reducción de costes y la inclusión del emprendimiento social⁴⁷. Para las empresas de nueva creación, el *crowdfunding* resultaba ser una técnica de financiación especialmente atractiva y cada vez más importante, permitiendo a los jóvenes emprendedores captar capital sin depender -únicamente- de inversores de capital privado y sin pedir préstamos a su círculo social⁴⁸.

El componente tecnológico además no sólo ha actuado de facilitador de funciones ya conocidas y desarrolladas en el entorno tradicional, sino que ha incorporado otras nuevas funciones de un potente valor añadido. Mediante un adecuado diseño tecnológico, el *crowdfunding* no es sólo un modelo para el acceso a la financiación por vía alternativa, sino que aprovecha la creación de un entorno «comunitario» de interacción para reforzar el ciclo de la innovación, la fidelización y la toma de decisiones, enfatizando así su perfil propio⁴⁹. Como señala Fonticiella Hernández, no es descabellado admitir que, incluso en un contexto sin los efectos perjudiciales de la crisis, el auge del *crowdfunding* no se habría retrasado en demasía ahora que el desarrollo de la economía colaborativa, el fuerte avance de la tecnología y la creciente tendencia a agruparse en comunidades virtuales, habría igualmente provocado el crecimiento de esta actividad⁵⁰.

D. Observaciones conclusivas

El *crowdfunding*, en su sentido literal, puede describirse como un recurso para apelar al público (*'crowd'*) con el fin de recibir financiamiento (*'funding'*)⁵¹. Se trata de un concepto que puede utilizarse para una variedad de fines y que ha ido evolucionando a

⁴⁷ Villacorta Hernández (2023), pp. 154 y 155.

⁴⁸ Ortolani (2021), p. 5. Busch (2019), p. 6.

⁴⁹ Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 106.

⁵⁰ Fonticiella Hernández (2021), pp. 60 y 61.

⁵¹ Grundmann-van de Krol (2013), p.1. Villacorta Hernández (2023), p. 152.

medida que ha ido pasando el tiempo⁵². La emergencia del *crowdfunding* en su concepto actual puede explicarse por la necesidad de abrir nuevas vías de financiación y el deseo de reducir la dependencia de la intermediación financiera encontrando su causa en la situación económica como resultado de la crisis financiera mundial del año 2008⁵³. Además del factor económico de retraimiento de los principales actores del mercado de la financiación, ha confluído en la concepción y el desarrollo del *crowdfunding* un factor tecnológico, dado que internet ha creado una cultura que permite y facilita desarrollar portales y comunidades sociales en línea a bajo coste y con acceso a un amplísimo colectivo⁵⁴. Esta palanca tecnológica ha hecho posible la materialización de las manifestaciones de los movimientos sociales de implicación comunitaria y acción colectiva, creando el concepto de la economía colaborativa, gracias a las posibilidades de interacción, comunicación y actuación conjunta que ofrece internet a través de las estructuras de red social y plataformas digitales⁵⁵.

En este panorama, el *crowdfunding*, como una forma de consumo colaborativo⁵⁶, constituye un mecanismo de canalización directa del ahorro a la inversión productiva, complementario a los sistemas tradicionales de financiación, y así se ha desarrollado en un modelo alternativo de financiación, especialmente para pymes y empresas emergentes, facilitando el acceso al capital para proyectos que, de otro modo, difícilmente podrían obtener los fondos necesarios⁵⁷. Este cambio de financiación bancaria a la financiación participativa, a través de las plataformas digitales intermediadoras sin la intervención de un banco, ha provocado un proceso de desintermediación financiera que permite la eliminación de barreras, la reducción de costes y la inclusión del emprendimiento social⁵⁸ y que puede considerarse una innovación importante en el mundo financiero⁵⁹.

⁵² Molina *et al.* (2024), p. 79. Grundmann-van de Krol (2013), p.1. Van Poelgeest (2012), p. 6.

⁵³ Rodríguez de las Heras Ballell (2013), pp. 104 y 105.

⁵⁴ Rodríguez de las Heras Ballell (2013), pp. 104 y 105. López Ortega (2021), p. 3.

⁵⁵ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 323 – 326. Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 105.

⁵⁶ Gil Moreno (2021), pp. 14 y 15.

⁵⁷ López Ortega (2021), p. 3. Ortolani *et al.* (2021), p. 5.

⁵⁸ Villacorta Hernández (2023), p. 155. Van Praag (2016), p. 2/13. Villacorta Hernández describe las plataformas como «entornos electrónicos cerrados de interacción entre oferentes y demandantes – pseudomercados– que proporcionan a los usuarios registrados el acceso a los servicios y proveen aplicaciones que precisan los receptores para dar a conocer sus proyectos y hacer un seguimiento de estos» (Villacorta Hernández (2023), p. 155).

⁵⁹ Van Poelgeest (2017), p. 122.

1.2 Evolución del crowdfunding

A. Crecimiento potencial

Como podemos entender de lo anterior, la financiación participativa en el momento de su auge podía ser considerado un método de financiación con un considerable potencial de crecimiento, ya que se encontraba directamente relacionado con la tecnología, donde internet actúa como principal intermediario entre el creador de un proyecto y las personas interesadas en invertir en él, constituyendo así la base del funcionamiento de las diversas plataformas al permitir que el proyecto llegue al conocimiento de un mayor número de potenciales inversores⁶⁰.

Antes de entrar en más detalles sobre la evolución del *crowdfunding* tras su aparición, cabe hacer una reserva. Las estadísticas utilizadas para sustentar esta evolución se han tomado en gran medida de la literatura doctrinal consultada. En ella se advierte la escasez de datos fiables e independientes sobre el *crowdfunding* y lo colaborativo en general al respecto. Por consiguiente, las cifras facilitadas deben tomarse con prudencia, como aproximaciones generales⁶¹. Sin embargo, creemos que pueden servir suficientemente para dar una idea general de la tendencia del fenómeno.

B. Desarrollo cualitativo

Según Gil Moreno se encuentran evidencias que las primeras plataformas solían estar relacionadas con el sector artístico, cultural o creativo. Se trata de modelos de negocio en los que emprendedores de este sector lanzan proyectos para su financiación. Sin embargo, ha evolucionado incorporando a otros sectores diversos como los de la editorial, la investigación y desarrollo (I+D+i), el periodismo, así como el sector financiero con la expansión del *crowdfunding*⁶². Si la figura del *crowdfunding* en sus inicios tenía carácter social o comunitario y originalmente fue utilizada para centralizar a través de plataformas digitales la financiación altruista de proyectos sociales a partir de pequeñas aportaciones (*crowdfunding* de donación), se evolucionó hacia un sistema de (micro) préstamos destinados a proyectos empresariales de alta rentabilidad (*crowdfunding* de préstamos) y

⁶⁰ Villacorta Hernández (2023), p. 155

⁶¹ Bellón *et al.* (2018), p. 130. Gil Moreno (2021), p. 14.

⁶² Gil Moreno (2021), p. 15.

ofertas al inversor minorista con la oportunidad de suscribir acciones, participaciones o valores en las sociedades propietarias de proyectos empresariales (*crowdfunding* de inversión)⁶³. A partir del año 2009 se observa una explosión del fenómeno a nivel internacional⁶⁴.

Desde su auge mundial a raíz de la crisis financiera en el año 2008, la financiación participativa muestra un crecimiento constante globalmente⁶⁵. Del informe ‘*Crowdfunding’s potential for the Developing World*’ del año 2013 del Banco Mundial⁶⁶, que recoge los primeros datos globales de una tendencia que había surgido sólo unos años antes, se desprende que en el año 2012, 45 países contaban con plataformas activas de *crowdfunding*, habiéndose recaudado un total de 2.700 millones de dólares⁶⁷. En términos territoriales, Estados Unidos y Reino Unido han sido tradicionalmente las potencias líderes en la financiación participativa⁶⁸. En los Estados Unidos, el *crowdfunding* se había convertido ya en una forma de financiación frecuentemente utilizada. En Europa, más concretamente en el Reino Unido, también ya habían surgido varias plataformas⁶⁹.

En el año 2014 casi el 80% del *crowdfunding* se concentraba en Europa y América del Norte⁷⁰. Año en que solo el Reino Unido recaudaba más que el resto de los países europeos juntos y en que Estados Unidos –el país líder en recaudación– recaudaba el doble que toda Europa junta, incluido el Reino Unido. En los años posteriores, el continente asiático ha crecido de manera considerable hasta alcanzar la supremacía en recaudación a través de *crowdfunding*. Y de entre todos ellos, destaca China, que ha llegado a la cabeza del *ranking* de recaudación mundial y obtiene la gran mayoría de lo recaudado en Asia⁷¹.

⁶³ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 328.

⁶⁴ Gil Moreno (2021), p. 15. Señala que antes del año 2009 ya existían plataformas como *ArtistShare* (2000) o *SellABand* (2006) pero que entonces se lanzaron plataformas como *IndieGogo* (2008) y *Kickstarter* (2009).

⁶⁵ Villacorta Hernández (2023), p. 162.

⁶⁶ The World Bank: “*Crowdfunding’s Potential for the Developing World*”, del 1 de enero de 2013, disponible en: [Crowdfunding's potential for the developing world](#).

⁶⁷ Fonticiella Hernández (2021), pp. 49 y 50.

⁶⁸ Villacorta Hernández (2023), p. 162.

⁶⁹ Van Poelgeest (2012), p. 6. Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 118.

⁷⁰ Gil Moreno (2021), p. 15.

⁷¹ Villacorta Hernández (2023), pp. 162 - 164. Molina *et al.* (2024), p. 80. Aun cabe destacar que Molina *et al.* a contrario señalan que en la región geográfica de China este tipo de financiación no alcanza una gran popularidad.

En España, en el año 2009, se fundó su primera plataforma de *crowdfunding*, denominada “Lánzanos”⁷², por la cual que se ofrecen intercambios materiales e inmateriales a los mecenas según el modelo de recompensas, modelo que, junto con los otros modelos de *crowdfunding*, discutiremos más adelante en el Capítulo 2⁷³. En los años siguientes se crearon en España una fuerte cantidad de plataformas aunque debemos resaltar que más de la mitad de las plataformas creadas desde los primeros años ya no existen⁷⁴. En función de la cantidad de dinero recaudado según los diferentes modelos de *crowdfunding*, podemos comprobar que los modelos representados por el *crowdfunding* de donación y el de recompensas han quedado relegadas a un segundo plano en contraposición a los modelos representados por el *crowdfunding* de préstamo y de inversión, entre el que se encuentra el *crowdfunding* dirigido al sector inmobiliario, al que dedicaremos el Capítulo 4⁷⁵.

En los Países Bajos, a excepción de una plataforma previamente establecida en el año 2007 que se declaró en quiebra en el año 2009⁷⁶, las primeras plataformas de *crowdfunding* se crearon en el año 2010, cada una con sus propias características⁷⁷. Como se desprende de lo anterior, se trata de un proceso relativamente tardío en comparación con otros países, ya que plataformas similares ya estaban activas varios años antes en países como Estados Unidos y el Reino Unido⁷⁸. Van Poelgeest señala que esto puede deberse en parte a las restricciones que se aplicaban al *crowdfunding* según la legislación neerlandesa, legislación que analizaremos más adelante en el Capítulo 3⁷⁹. En los años siguientes en los Países Bajos se han ido añadiendo cada vez más plataformas de *crowdfunding*. A través de algunas de ellas, el *crowdfunding* parece haberse convertido en una alternativa seria a los bancos. No tan solo para organizaciones benéficas y consumidores, sino también para las pymes que parecen beneficiarse de las oportunidades del *crowdfunding*. Las empresas que no podían obtener ningún crédito o solo un crédito

⁷² [Crowdfunding - Inicio - Lanzanos](#).

⁷³ Gil Moreno (2021), p. 15.

⁷⁴ Gil Moreno (2021), p. 16.

⁷⁵ Gil Moreno (2021), p. 16.

⁷⁶ Van Poelgeest (2012), p. 7.

⁷⁷ Grundmann-van de Krol (2013), p. 2.

⁷⁸ Grundmann-van de Krol (2013), p. 2.

⁷⁹ Van Poelgeest (2012), p. 6.

limitado del banco, aún podían conseguir la financiación necesaria para alcanzar sus objetivos a través del *crowdfunding*⁸⁰.

La práctica del *crowdfunding* en los Países Bajos a través de estas primeras plataformas se centraba en la recaudación de fondos mediante la concesión de préstamos a la empresa en busca de fondos contra el pago de intereses o la inversión en acciones o bonos emitidos por la misma empresa. Aunque la naturaleza de las actividades solía ser similar, el papel de la plataforma en la práctica podía variar. Probablemente debido al régimen legal neerlandés aplicable, generalmente solo consistía en reunir las partes y a menudo organizar las relaciones contractuales. En cierta medida también se encargaban de la implementación de las mismas como el cobro y pago de intereses y reembolsos. Algunas plataformas también realizaban una evaluación del riesgo del proyecto y la empresa pero sin asesoramiento. Normalmente no realizaban ninguna investigación sobre los prestamistas o inversores. El modelo de ingresos consistía básicamente en recibir una recompensa por ofrecer la plataforma, que solía consistir en un porcentaje del importe de la financiación del proyecto conseguido⁸¹. Esta práctica podía permitir que una empresa recibe la necesaria financiación que no habría recibido a través de las opciones tradicionales de financiación, debido, por ejemplo, al alto riesgo del proyecto. Además, la empresa podía beneficiarse de una posible reducción de costes (eliminación de los gastos bancarios y reducción de la comisión). Esta práctica también permitía a los prestamistas *casu quo* inversores la elección de los proyectos en los que quieren invertir, haciendo del *crowdfunding* una alternativa al ahorro o la inversión tradicional y significando que podrían estar dispuestos a asumir un mayor riesgo a cambio de mayores rendimientos aunque las cantidades invertidas no estarán garantizadas como son los ahorros según el sistema de garantía de depósitos⁸².

C. Desarrollo cuantitativo

Según el documento de consulta '*Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action*' de la Comisión Europea⁸³, publicado en el año 2013, la práctica

⁸⁰ Van Poelgeest (2016), p. 99.

⁸¹ Van Poelgeest (2012), p. 7. Van Poelgeest (2016), p. 99.

⁸² Van Poelgeest (2012), p. 7.

⁸³ Comisión Europea: *Consultation Document "Crowdfunding in the EU - Exploring the added value of potential EU action"*, de 3 de octubre de 2013, disponible en: [consultation-document_en.pdf](#).

del *crowdfunding* en la Unión Europea había llegado a recaudar 735 millones de euros en el año 2012⁸⁴. En el año 2018 el valor de las transacciones de *crowdfunding* en Europa, excluyendo el Reino Unido, fue de poco más de 1.000 millones de dólares, y siguiendo creciendo desde entonces⁸⁵.

En el año 2013 en España se recaudó una cantidad de 17,1 millones de euros mediante *crowdfunding*. A partir de ese momento en España se puede comprobar un rápido crecimiento de esta forma de financiación. Después del año 2013 en que se recaudaron 17.100.000 euros, en el año 2016 se recaudaron 71.440.668 euros y entonces en el año 2019 la recaudación ascendió hasta los 200.827.059 euros. Una de las razones del gran crecimiento en el año 2016 se considera ser la introducción de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (LFFE)⁸⁶, en la cual se contemplaba la regulación de entidades de intermediación financiera de *crowdfunding*, a la que volveremos con más detalle más adelante en el Capítulo 3⁸⁷. En el pandémico año 2020 se produjo una disminución del total recaudado debido a la crisis de la COVID-19 y se recaudaron 167.029.927 euros. Sin embargo, la recaudación de los proyectos de *crowdfunding* se incrementó de nuevo en el año 2021 en el cual el sector de la financiación participativa recaudó en España 219.132.820 euros por lo que parece que esta crisis no supuso un cambio estructural a este método de financiación, sino que se trató de un caso meramente circunstancial⁸⁸.

En los Países Bajos la cantidad de recaudación mediante *crowdfunding* en el año 2012 fue de 14 millones de euros⁸⁹. Al igual que en España, el uso de *crowdfunding* en los Países Bajos ha experimentado un auge importante. A partir de los 14 millones de euros recaudados en el año 2012, se recaudaron 170.000.000 euros en el año 2016 y entonces 424.000.000 euros en el año 2019. En el pandémico año 2020 todavía se recaudaron 417.000.000 euros por lo que se produjo solo una disminución mínima en comparación

⁸⁴ Fonticiella Hernández (2021), pp. 49 y 50.

⁸⁵ Ortolani *et al.* (2021), p. 5.

⁸⁶ Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, publicado en: «BOE» núm. 101, de 28 de abril de 2015.

⁸⁷ Villacorta Hernández (2023), p. 162. Molina *et al.* (2024), p. 80.

⁸⁸ Villacorta Hernández (2023), p. 162. Molina *et al.* (2024), pp. 80 y 81.

⁸⁹ Burmanje *et al.* (2017), p. 2.

con la cantidad recaudada en el año anterior. Además, el año siguiente se dio un gran salto y se recaudaron 730.000.000 euros⁹⁰.

D. Desarrollo legal inicial

Estados Unidos no fue solo el país donde el *crowdfunding* se afianzó en una etapa más temprana, sino también el país donde en el año 2012 se introdujo un régimen jurídico especial para el *crowdfunding* destinado a pequeñas empresas, en el Título III del denominado ‘*Jumpstart Our Business Startups Act*’, conocida como ‘*JOBS Act*’. Tenía como objetivo aligerar la carga regulatoria de las plataformas de *crowdfunding* sin perder de vista la protección de los intereses generales y la protección de los derechos de los inversores. A pesar de que la articulación efectiva de este régimen jurídico al tiempo de su adopción dependía de su desarrollo regulatorio, el mercado del *crowdfunding* no se ha detenido a la espera de la aprobación de esta normativa reguladora. Las plataformas de *crowdfunding*, según su modalidad, pudieron seguir sus operaciones o implementaron cambios en su estructura y operativa para cumplir con el nuevo régimen, aun sin contar con el detalle reglamentario⁹¹.

A nivel europeo se publicó en el 3 de mayo de 2016 un informe⁹² sobre el *crowdfunding* en la unión de mercados de capital de la UE, en el que la Comisión Europea concluye que el *crowdfunding* sigue siendo relativamente pequeño en la UE, pero se está desarrollando rápidamente. La Comisión considera que tiene el potencial de ser una fuente clave de financiación para las pymes a largo plazo. Debido a su naturaleza regional o local, la Comisión opina que en ese momento no existe una necesidad imperiosa de establecer un marco europeo. Sin embargo, la Comisión continúa siguiendo de cerca la evolución de la situación y adoptará medidas tan pronto como se indique, no sólo para apoyar al sector sino también para proteger a los inversores⁹³. La Comisión Europea tardó menos de dos años para publicar su Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para

⁹⁰ Burmanje *et al.* (2017), p. 2. Biemans *et al.* (2020), p. 399. Crowdfundingcijfers.nl.

⁹¹ Van Poelgeest (2012), p. 6. Rodríguez de las Heras Ballell (2013), pp. 118 y 119.

⁹² SWD (2016) 154 final, *Commission staff Working Document “Crowdfunding in the EU Capital Markets Union”*, de 3 de mayo de 2016, disponible en: [Crowdfunding in the EU capital markets union - Finance](#).

⁹³ Busch (2017), p. 9.

empresas, de 18 marzo de 2018⁹⁴, en adelante: la Propuesta. En esta la Comisión advierte que «la financiación participativa puede convertirse en una fuente importante de financiación extra bancaria y servir para avanzar hacia los objetivos generales de la Unión de los Mercados de Capitales (UMC), consistentes en apoyar una integración financiera más sostenible y fomentar la inversión privada en beneficio de la creación de empleo y el crecimiento económico»⁹⁵.

Respecto a España cabe destacar que fue uno de los primeros países en Europa en los que se implementó una regulación única del *crowdfunding* con la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (LFFE), aunque no fue el único intento de regular las acciones mediadas por el *crowdfunding*. La investigación de la financiación del partido político Podemos tras la realización de las elecciones europeas en el año 2014, abrió un debate sobre la transparencia de las campañas políticas que utilizaban esta nueva herramienta de financiación, lo que trajo consigo la modificación de la Ley de Financiación de Partidos en el año 2015 (Ley Orgánica 8/2007, de 4 de julio, sobre financiación de los partidos políticos). España es por tanto pionera en la legislación de

⁹⁴ COM (2018) 113 final, 2018/0048, cuyo texto definitivo se aprobó el 27 de marzo de 2019, disponible en: [Textos aprobados - Proveedores europeos de servicios de financiación participativa \(PSFP\) para empresas ***I - Miércoles 27 de marzo de 2019](#).

⁹⁵ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 327 y 332 – 336, quien, junto a Marcé Calzada, señala la posible aplicación de la Directiva 2000/31 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2000, relativa a determinados aspectos jurídicos de los servicios de la sociedad de la información, en particular el comercio electrónico en el mercado interior (Directiva sobre el Comercio Electrónico), publicado en: DOCE L 178/1 de 17 de julio de 2000, pues las plataformas del *crowdfunding* son, además de un nuevo actor en la intermediación financiera, plataformas de la economía digital y, concretamente, intermediarias digitales, sin las cuales no se habría desarrollado este nuevo método de financiación (Marcé Calzada (2022), pp. 1076 y ss.). Rodríguez Martínez señala la aplicación del Reglamento (UE) 2022/2065 del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de octubre de 2022 relativo a un mercado único de servicios digitales y por el que se modifica la Directiva 2000/31/CE (Reglamento de Servicios Digitales), publicado en: «DOUE» núm. 277, de 27 de octubre de 2022, que supone el establecimiento de un mercado único digital para las plataformas *online* y, principalmente, un conjunto de obligaciones exigibles a las plataformas prestadoras de servicios intermediarios, que tiene como objeto (i) garantizar una relación transparente entre la plataforma y los proveedores de bienes y servicios subyacentes; (ii) delimitar en qué circunstancias las plataformas tienen conocimiento efectivo de la existencia de contenidos ilícitos; y (iii) ordenar el núcleo de la actividad de las plataformas; pretendiendo así constituir el marco general de regulación de los intermediarios en línea. Dicho Reglamento extiende su ámbito de aplicación a los servicios intermediarios dentro de los cuales identifica la categoría de los servicios de plataforma en línea, y entre ellos los servicios de intermediación en línea. El Reglamento de Servicios Digitales mantiene los pilares básicos de la Directiva sobre el Comercio Electrónico y, por tanto, puede considerarse complementario a ella (Rodríguez Martínez (2023), pp. 21 – 23).

actividades relacionadas con el *crowdfunding*, algo que, según Gil Moreno, sin duda tiene que ver con la fuerte expansión de este fenómeno en este país⁹⁶.

En el caso de los Países Bajos, el auge del *crowdfunding* tampoco no ha pasado desapercibido para el legislador neerlandés y los supervisores neerlandeses del mercado financiero. Los Ministerios más involucrados y los supervisores habían tomado conciencia de la creciente atención en el mercado financiero para el *crowdfunding*. En el año 2011 los supervisores publicaron un documento⁹⁷ de orientación al *crowdfunding* en el que se informe a las partes implicadas en el *crowdfunding* de que se aplican diferentes normas y de que existen riesgos asociados a la financiación mediante *crowdfunding* para los inversores. Los Ministerios de Hacienda y de Economía subrayaron la importancia del *crowdfunding* como posible complemento a las opciones de financiación existentes y señalaron que aún no existían barreras jurídicas insuperables, en el entendimiento de que iniciativas podían caer rápidamente bajo el ámbito de aplicación de la legislación supervisora, como veremos a continuación en el Capítulo 3⁹⁸. La intención del legislador neerlandés desde su auge era de estimular y profesionalizar el *crowdfunding*⁹⁹. Sin embargo, a pesar del crecimiento del *crowdfunding*, los Países Bajos en aquel momento, y por tanto diferente de España, aún no contaban con un marco legal único para el *crowdfunding*. Con su base en el marco jurídico de supervisión existente, el régimen jurídico aplicable dependía de la modalidad de *crowdfunding* y el diseño de la plataforma¹⁰⁰. La estructura y el diseño de la plataforma se adaptaban a menudo al régimen jurídico financiero más apropiado¹⁰¹. Como se explicará más adelante en el Capítulo 3, sí se introdujeron finales del año 2015 y principios del año 2016 nuevas normas dentro de la legislación supervisora existente. Se consideraba necesario crear (más) medidas de protección para los inversores dado que con el crecimiento en la aplicación del *crowdfunding* cada vez más personas privadas, independientemente de sus conocimientos y experiencia en la inversión a través del *crowdfunding*, encontraban su

⁹⁶ Gil Moreno (2021), p. 20.

⁹⁷ AFM: “DNB en AFM oriënteren zich op ‘crowdfunding’”, de mayo de 2011, disponible en: <http://www.afm.nl/layouts/afm/default.aspx~/media/files/publicatie/2011/dnb-afm-orientatie-crowdfunding.ashx> o https://www.trivvy.nl/uploads/5/1/6/0/51608851/afmdnbcrowdfunding_tcm46-251573.pdf.

⁹⁸ Van Poelgeest (2012), pp. 7 y 8.

⁹⁹ Van Poelgeest (2016), p. 99.

¹⁰⁰ Van Poelgeest (2016), p. 99.

¹⁰¹ Van Poelgeest (2017), p. 122.

camino hacia las plataformas y podrían invertir sus ahorros para proyectos arriesgados. Además, se quería estimular y profesionalizar aún más el *crowdfunding* ya que había demostrado ser un complemento importante para los mercados financieros y se consideraba la profesionalización de estos mercados ser importante para su mayor crecimiento¹⁰².

E. Desarrollo modalidades del crowdfunding

Aunque en los años posteriores a su aparición, el mercado del *crowdfunding* ha acontecido un crecimiento generalizado, tanto en España como en los Países Bajos, pueden señalarse diferencias en cada una de sus modalidades que ya se han mencionado brevemente anteriormente y que analizaremos con más detalle en el Capítulo 2. En España las modalidades de *crowdfunding* de préstamos y de inversión fueron, con diferencia, las principales fuentes de recaudación durante el periodo 2013-2021 con un crecimiento constante casi todos los años hasta el año 2020 en el que ambas disminuyeron frente a las de donaciones y recompensa probablemente como resultado de la pandemia lo que tuvo un gran impacto en las actividades más relacionadas con la empresa. Mientras que la modalidad de *crowdfunding* de inversión asciende, la de préstamos alcanzó su máximo en el año 2018/2019, crecimiento que según Molina *et al.* iba ligado a los elevados intereses que ofrecía, ya que estos eran mayores que los otorgados por una entidad financiera convencional¹⁰³. En los Países Bajos, la modalidad de *crowdfunding* de préstamos en los últimos años constituye la gran mayoría del mercado neerlandés de *crowdfunding* respecto a las otras modalidades¹⁰⁴. Si bien la modalidad de préstamos se ha vuelto muy dominante, la modalidad de inversión parece estar finalmente ganando terreno mostrando porcentajes de crecimiento significativos¹⁰⁵.

1) Crowdfunding inmobiliario

Aunque ha tardado algo más, el fenómeno del *crowdfunding* también ha llegado al mercado inmobiliario español. A partir del año 2015 han surgido plataformas especializadas en inversiones en este sector que atraen una porción relevante de las

¹⁰² Van Poelgeest (2016), p. 100.

¹⁰³ Fonticiella Hernández (2020), p. 50. Gil Moreno (2021), p. 17. Villacorta Hernández (2023), p. 164. Molina *et al.* (2024), p. 81.

¹⁰⁴ Biemans *et al.* (2020), p. 399.

¹⁰⁵ Crowdfundingcijfers.nl.

inversiones participativas de España¹⁰⁶. En los Países Bajos el *crowdfunding* llegó al mercado inmobiliario en el año 2010. Al igual que en España, con el tiempo una parte sustancial de los fondos recaudados mediante el *crowdfunding* se ha destinado al mercado inmobiliario que se ha convertido en un mercado relevante para cada vez más plataformas¹⁰⁷. En vista de que en los últimos años una gran parte de los proyectos alojados en las plataformas de *crowdfunding* ha adquirido un carácter inmobiliario, puede señalarse que la entrada de las plataformas inmobiliarias ha supuesto un impacto importante en el sector modificándolo cualitativamente y generándonos preguntas acerca del carácter definitorio del mismo. En relación con su desarrollo, puede ser cuestionable, como destaca Gil Moreno, si el *crowdfunding* sigue siendo un concepto de consumo colaborativo en su conjunto o si tan solo pueden denominarse colaborativas algunas de sus formas. Los medios y el modo en que se autodefinen las propias plataformas deciden en buena medida quién forma parte y quién no del supuesto consumo colaborativo tras su evolución de un modelo de donaciones y recompensas hacia un sector basado en la inversión y en las transacciones financieras. Especialmente en el caso de las plataformas de *crowdfunding* dirigidas al sector inmobiliario¹⁰⁸.

F. Observaciones conclusivas

Parece justificado concluir que el *crowdfunding* no es un fenómeno nuevo pero que por la coyuntura económica, el impulso tecnológico y su significación social, ha adquirido su propio perfil, permitiendo su consolidación en la sociedad contemporánea. En su concepto actual surgió como respuesta a los retos de un mercado financiero que pasó por una crisis financiera mundial que estalló en el año 2008 y una sociedad que cuestionó los pilares sobre los que se venía sosteniendo el sistema de producción, creación y distribución tradicionales, actuando el factor tecnológico como un facilitador importante de nuevas formas de interacción, intermediación y actuación colectiva que han hecho posible el despegue definitivo del *crowdfunding*¹⁰⁹.

A partir de la crisis financiera mundial del año 2008, el fenómeno del *crowdfunding* se ha generalizado y ha alcanzado un fuerte desarrollo a nivel internacional y en países como

¹⁰⁶ Hernández Sainz (2017), pp. 128 y 129.

¹⁰⁷ Qaasaa.com. Crowdfundingcijfers.nl.

¹⁰⁸ Gil Moreno (2021), pp. 17 y 18.

¹⁰⁹ Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 103.

España y los Países Bajos en los que el deterioro del crédito bancario como consecuencia de esta crisis financiera ha llevado principalmente a las pymes a buscar mecanismos de financiación alternativos¹¹⁰. En tan solo unos años, el *crowdfunding* ha demostrado su potencial, permitiendo la financiación entre pares sin ser necesaria la intermediación bancaria tradicional y facilitando el acceso al capital para proyectos que de otro modo no podrían obtener los fondos que necesitan. Su crecimiento rápido, sostenido por la evidencia estadística disponible, confirma la relevancia e importancia del fenómeno¹¹¹ como método de financiación alternativa y complementaria a nivel nacional e internacional¹¹².

En vista de su desarrollo hacia un modelo de financiación dirigida al mercado inmobiliario, puede preguntarse si el *crowdfunding* aún conserva su carácter colaborativo, cuestión a que volveremos más adelante¹¹³.

1.3 Noción del *crowdfunding*; papel de la plataforma

Como hemos visto, en los últimos años, la tecnología ha transformado las relaciones económicas a escala global¹¹⁴. Los mercados de financiación participativa, resultantes de la aplicación de la tecnología a las finanzas, denominado con el término «*fintech*», incorporando el concepto de la economía colaborativa, pretenden satisfacer las necesidades de financiación de los solicitantes mediante fondos aportados por una multitud de inversores¹¹⁵. Así, la globalización digital ha permitido que un gran número de inversores -tanto profesionales como no profesionales- aportan capital a diversas personas e entidades. La financiación participativa, por tanto, es un método de financiación que se encuentra directamente relacionado con la tecnología, donde internet actúa como principal intermediario entre el equipo creador de un proyecto y los inversores. De aquí el *crowdfunding* permite cada vez más que una amplia gama de

¹¹⁰ López Ortega (2021), p. 3.

¹¹¹ Ortolani *et al.* (2021), p. 5.

¹¹² Molina *et al.* (2024), p. 79.

¹¹³ Gil Moreno (2021), pp. 17 y 18.

¹¹⁴ Ortolani *et al.* (2021), p. 5.

¹¹⁵ Marcé Calzada (2022), pp. 1069 y 1070.

empresas reciba financiación a través de diversos canales de financiación online, en lugar de los vehículos tradicionales de financiación corporativa¹¹⁶.

A. Papel de la plataforma

En este contexto, el *crowdfunding* puede describirse como un método de financiación no bancaria que consiste en poner en contacto a demandantes de fondos para financiar un proyecto en concreto, con un número indeterminado de potenciales oferentes de fondos a través de una página web, redes sociales y otros medios electrónicos¹¹⁷. En este entorno destaca el importante papel que juegan internet y las redes sociales, que constituye la base del funcionamiento de las diversas plataformas al permitir que el proyecto llegue al conocimiento de un mayor número de personas¹¹⁸. En esta forma en que la actividad del *crowdfunding* se lleva a cabo, es decir, la participación de una plataforma intermediadora donde confluyen los intereses de adquirentes y oferentes configurando así el concepto reciente del *crowdfunding* e instaurándose como nuevo proveedor dentro del mercado financiero tradicional, según Fonticiella Hernández, reside el verdadero carácter innovador, incluso posible carácter disruptivo siquiera, del *crowdfunding*¹¹⁹.

Así, podemos señalar que en el concepto del *crowdfunding*, la plataforma, es decir la parte que ofrece servicios de *crowdfunding* -el proveedor de servicios de *crowdfunding*-, juega un papel central, facilitando la conexión a posibles personas que quieren aportar financiación con personas que buscan financiación en una plataforma digital de acceso público¹²⁰. A través de la plataforma, las personas que buscan financiación pueden ofrecer proyectos indicando el importe necesario y las personas que quieren aportar financiación pueden evaluar a base de la información proporcionada a través de la plataforma en qué proyecto invertir¹²¹. Además, el desarrollo del *crowdfunding* a través de plataformas ha añadido otras funciones que consiguen definir un perfil propio e innovador que lo distingue de una simple emulación electrónica de la financiación en masa. Las diversas modalidades del *crowdfunding* representan, en realidad, una oportunidad para canalizar

¹¹⁶ Villacorta Hernández (2023), p. 155. Ortolani *et al.* (2021), p. 5.

¹¹⁷ Villacorta Hernández (2023), pp. 153 y 154.

¹¹⁸ Villacorta Hernández (2023), p. 155.

¹¹⁹ Fonticiella Hernández (2021), pp. 60 y 61.

¹²⁰ Van Kranenburg *et al.* (2020-I), p. 1.

¹²¹ Van Poelgeest (2021), p. 6.

campañas de financiación colectiva, con un alto grado de participación y con interesantes posibilidades de colaboración que aportan valor al simple proceso de aportación de recursos¹²².

Dado el factor tecnológico, donde el internet ha creado una cultura de masas que permite y facilita desarrollar portales y comunidades sociales online a bajo coste y con acceso a un amplísimo colectivo, el *crowdfunding* reproduce el principio económico de la distribución del riesgo que subyace en la financiación en masa, distribuyendo el riesgo entre un elevado número de aportantes permitiéndolos controlar y limitar el riesgo de pérdida. A la vez, asegura que la suma de todas las aportaciones alcanza la cantidad suficiente para apoyar la iniciativa financiada¹²³. Gracias a la infraestructura tecnológica sobre la que se asienta, ha multiplicado sus efectos, posibilitando a las plataformas de *crowdfunding* actuar como mecanismos directos de asignación eficiente del ahorro público a la inversión bajo un principio de cooperación. Este entorno además posibilita que el *crowdfunding*, en sus diversos modelos, puede facilitar, entre otros, la identificación de nuevas ideas, la puesta a prueba de proyectos piloto, la investigación de mercados para el lanzamiento de nuevos productos, la retroalimentación de los procesos de innovación y mejora a partir de opiniones y recomendaciones de clientes, y, desde luego, la captación de fondos¹²⁴. Sin embargo, como señala Gil Moreno, cabe destacar que, al mismo tiempo, los usuarios no tienen total libertad para definir los “usos” van a dar a esas tecnologías, al contrario, están condicionados por el diseño de estas plataformas¹²⁵.

B. Observaciones conclusivas

En concreto, el *crowdfunding* encaja una nueva forma de obtener financiación para un proyecto concreto, a través de las aportaciones individuales de un gran número de personas, utilizando para ello las plataformas en línea que sirven para poner en contacto a esas personas (inversores) con la persona que necesita obtener la financiación para su proyecto (promotor), estableciendo así canales directos de conexión entre demandantes y

¹²² Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 103.

¹²³ López Ortega (2021), p. 3. Rodríguez de las Heras Ballell (2013), pp. 105 y 106.

¹²⁴ Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 106.

¹²⁵ Gil Moreno (2021), pp. 14 y 15.

oferentes de financiación, sin la intermediación de la Banca o de otras entidades financieras tradicionales¹²⁶.

El *crowdfunding* cubre muchas disciplinas de financiación para diversos propósitos¹²⁷ e implica necesariamente la existencia de plataformas digitales que hacen de intermediarias entre inversores y promotores de proyectos facilitando a los inversores la identificación de proyectos en los que quieren invertir¹²⁸.

En definitiva, el *crowdfunding* consigue promover la emergencia de un entorno de toma de decisiones colectiva sobre la infraestructura técnica y operativa de las redes sociales y los sistemas *peer-to-peer* (P2P), reproduciendo así el principio económico de la distribución del riesgo que subyace en la financiación en masa, pero gracias a la infraestructura tecnológica sobre la que se asienta, ha multiplicado sus efectos¹²⁹.

¹²⁶ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 322 y 326. Hernández Sainz (2017), p. 128.

¹²⁷ Teichmann *et al.* (2024), p. 576.

¹²⁸ Gil Moreno (2021), pp. 14 y 15. Busch (2019), p. 6/16.

¹²⁹ López Ortega (2021), p. 3. Rodríguez de las Heras Ballell (2013), pp. 105 y 106.

2. MODALIDADES DEL *CROWDFUNDING*

2.1 *Observaciones generales sobre la aplicación del crowdfunding*

Como su propio nombre indica, el *crowdfunding* conjuga las aportaciones monetarias (*funding*) de un gran número de inversores (*crowd*)¹³⁰. El término *crowdfunding* abarca un conjunto de prácticas que generalmente pueden describirse como el proceso de la recaudación de fondos de un gran número de personas a través de internet para un proyecto específico, donde cada inversor suele invertir una cantidad relativamente pequeña¹³¹. El *crowdfunding*, en sus distintas modalidades, es una manifestación más de los movimientos sociales de actuación y emprendimiento colaborativo resultando en el concepto de la economía colaborativa¹³². Principalmente, el *crowdfunding* se lleva a cabo en plataformas basadas en internet para financiar una campaña específica a través de múltiples inversores¹³³. Como hemos visto, el hecho de que exista una plataforma digital con una estructura web, tiene importancia¹³⁴. Las plataformas de *crowdfunding* son los sitios web que permiten la interacción entre los recaudadores de fondos y la comunidad. A través de ellas se pueden realizar y recaudar promesas financieras¹³⁵.

El *crowdfunding* puede utilizarse para financiar proyectos de cualquier tipo: empresarial, social, cultural, filantrópico, e incluso necesidades personales de los consumidores, por ejemplo, por empresarios que quieran recaudar capital o por particulares para un tratamiento médico¹³⁶. Los fines para los cuales se puede utilizar el *crowdfunding*, por tanto, son diversos y generalmente no están ligados a una única modalidad, aunque algunas modalidades son más adecuadas para ciertos propósitos que otras: proyectos benéficos a menudo en forma de donación, productos y servicios nuevos a menudo en forma de recompensa y nuevos negocios a menudo en forma de préstamo o inversión, adaptándose la forma de la financiación proporcionada a la modalidad aplicada¹³⁷.

¹³⁰ Bellón *et al.* (2018), p. 128.

¹³¹ Messelink (2025), pp. 3 y 4. Van Poelgeest (2021), p. 6. Bellón *et al.* (2018), p. 128. Hernández Sainz (2017), p. 128. Van Poelgeest (2014), p. 38. Van Poelgeest (2012), p. 6.

¹³² Marcé Calzada (2022), pp. 1069 y 1070. López Ortega (2021), p. 3.

¹³³ Teichmann *et al.* (2024), p. 575.

¹³⁴ Gil Moreno (2021), pp. 14 y 15.

¹³⁵ (Busch (2017), p. 9/22).

¹³⁶ Hernández Sainz (2017), p. 130. Van Poelgeest (2012), p. 6.

¹³⁷ Noordam (2014), pp. 2 y 3. Grundmann-van de Krol (2013), p. 1. Como destaca Gil Moreno, «Si nos centramos en el *crowdfunding*, podremos observar que no existen «empresas unicornio» en nuestro país. Por el contrario, encontramos numerosas pymes, así como asociaciones, fundaciones, organismos públicos,

Además de las diversas opciones para proporcionar y obtener fondos, también existen varias opciones para estructurar una plataforma de *crowdfunding* dependiendo del papel que se le quiera dar a la misma. Sus actividades y el público objetivo determinan su calificación jurídica cada uno con su normativa aplicable y las prohibiciones, permisos y exenciones resultantes¹³⁸.

Inicialmente, el *crowdfunding* se utilizó principalmente para recaudar dinero para organizaciones benéficas¹³⁹. El fenómeno comenzó con sencillas colectas de fondos a través de internet para desarrollar proyectos de todo tipo. Sin embargo, la financiación participativa ha ido evolucionando y adquiriendo mayor complejidad. Como señala Villacorta Hernández, en la actualidad se ha complementado pasando a ser también una herramienta de obtención de recursos por parte de empresas¹⁴⁰.

Para las empresas la recaudación de fondos a través del *crowdfunding* puede ser práctico, en particular en el caso de que necesitan cantidades limitadas. El proceso puede resultar más simple y más factible que en un banco, especialmente para empresas de nueva creación y empresas innovadoras¹⁴¹. De esta manera, el *crowdfunding* se ha desarrollado en una forma de financiación cada vez más importante, especialmente para pymes y empresas emergentes, y una buena alternativa a un préstamo bancario o a una emisión de acciones en el mercado de capitales público¹⁴². Así, las empresas que les resulta difícil obtener crédito alguno o limitado del banco -que solía ser la fuente principal para las pymes para obtener financiación en forma de deuda como hemos visto en el capítulo anterior- aún pueden recaudar fondos a través del *crowdfunding* para lograr sus objetivos¹⁴³. Además, el *crowdfunding* se ha presentado como una forma de democratizar

cooperativas, startups y en los últimos años también empresas con más poder de facturación procedentes del sector inmobiliario» (Gil Moreno (2021), p. 14).

¹³⁸ Van Poelgeest (2014), p. 40.

¹³⁹ Van Poelgeest (2014), p. 38.

¹⁴⁰ Villacorta Hernández (2023), p. 155.

¹⁴¹ Van Poelgeest (2017), p. 124.

¹⁴² Van Beusekom (2020), p. 1. Van Kranenburg *et al.* (2020-I), p. 1. Busch (2019), p. 6/16.

¹⁴³ Messelink (2025), p. 3. Van Poelgeest (2016), p. 99. Junto al *crowdfunding* como forma de financiación participativa, el mercado en el que también operan los financistas no bancarios incluye también formas de financiación como préstamos directos (*direct lending*), arrendamiento (*leasing*), factorización (*factoring*), micro financiación y financiación de cooperativas de crédito (Messelink (2025), p. 3).

la inversión en empresas de nueva creación, anteriormente reservado a inversores institucionales y grandes patrimonios¹⁴⁴.

A. Observaciones conclusivas

El *crowdfunding* puede considerarse un fenómeno consistente en la creación de un entorno electrónico -las plataformas- para la agrupación de un colectivo con el objetivo, aunque no único, de aportar fondos en red, dirigidas a apoyar conjuntamente proyectos, esfuerzos e iniciativas de individuos, organizaciones o empresas. De esto puede desprenderse que el *crowdfunding* describe un amplio y variado conjunto de esquemas de financiación colectiva de proyectos de muy diversa naturaleza y bajo esquemas jurídicos y económicos muy distintos como veremos a continuación¹⁴⁵.

En tan solo unos años, el *crowdfunding* ha demostrado su potencial, permitiendo la financiación entre particulares y facilitando el acceso al capital para proyectos que, de otro modo, no podrían obtener los fondos que necesitan¹⁴⁶. Además de ofrecer opciones de crédito a los consumidores, el *crowdfunding* se ha convertido en una forma cada vez más importante de financiar empresas, especialmente para pymes y empresas emergentes¹⁴⁷.

2.2 Modalidades del crowdfunding

Como indicamos en el párrafo anterior el *crowdfunding* describe un amplio y variado conjunto de esquemas de financiación participativa que tienen en común la obtención de pequeñas cantidades de dinero de una pluralidad de personas a través de una plataforma online para financiar un proyecto de cualquier tipo¹⁴⁸. Diferentes formas de financiación

¹⁴⁴ Bellón *et al.* (2018), p. 128.

¹⁴⁵ Rodríguez de las Heras Ballell (2013), pp. 103 y 107, quien señala que este conjunto comparte esencialmente tres características: además de la base comunitaria y en masa que permite agrupar esfuerzos, recursos e ideas y el empleo de tecnología que permite la interacción e intermediación electrónicas para canalizar las funciones atribuidas al *crowdfunding* en sus diferentes modalidades como hemos visto anteriormente, también el objetivo principal (pero no único) de obtener financiación para un proyecto bajo esquemas jurídicos y económicos muy distintos como explicaremos a continuación.

¹⁴⁶ Ortolani *et al.* (2021), p. 5. Así lo previó la Comisión Europea en su estudio sobre “*Crowdfunding* en la Unión de Mercados de Capitales de la UE”, publicado el 3 de mayo de 2016, en el que la Comisión concluye que «el *crowdfunding* sigue siendo relativamente pequeño en la UE, pero se está desarrollando rápidamente. Tiene el potencial de ser una fuente clave de financiación para las pymes a largo plazo» (Busch (2017), p. 9/22).

¹⁴⁷ Van Poelgeest (2014), p. 38. Van Poelgeest (2016), p. 99.

¹⁴⁸ Hernández Sainz (2017), p. 130. Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 103.

entre particulars (*peer-to-peer*) y entre particulares y empresas (*peer-to-business*) suelen agruparse bajo el término *crowdfunding*¹⁴⁹.

Las primeras plataformas suelen estar relacionadas con el mundo de las artes, lo cultural, lo creativo dando lugar al modelo “creativo-cultural”. Se trata de modelos de negocio en los que “emprendedores culturales” lanzan proyectos para su financiación. Sin embargo, ha evolucionado incorporando a sectores diversos como el mundo editorial, la investigación y desarrollo (I+D+i), el periodismo, así como la expansión del *crowdfunding* financiero¹⁵⁰. Aunque ha tardado algo más el *crowdfunding* también ha llegado al mercado inmobiliario y así, en los últimos años, han surgido plataformas especializadas en inversiones en este sector que se publicitan como una nueva fuente de financiación para promotores y constructores y un nuevo nicho de inversión accesible para cualquier interesado¹⁵¹.

Como consecuencia, el *crowdfunding* se presenta con perfiles muy distintos que no siempre permiten un tratamiento conjunto desde la perspectiva de su formulación jurídica, su función económica, el modelo empresarial o la motivación social subyacente¹⁵². Esta variedad de incentivos y motivos de acción es importante desde una perspectiva jurídica, ya que muchas ramas del derecho presuponen cierta homogeneidad de expectativas por parte de quienes realizan una contribución financiera. Sin embargo, el *crowdfunding* pone en duda este tipo de supuesto y obliga a problematizar la aplicabilidad de diferentes cuerpos jurídicos, dependiendo de la naturaleza y las características que pueda tener. Como resultado, el marco legal aplicable al fenómeno puede variar significativamente según el tipo de negocio que se financie y los derechos adquiridos por quienes realizan una contribución financiera¹⁵³. Como señala Fonticiella Hernández, desde la perspectiva del derecho español, es necesario hacer una diferenciación de las posibles modalidades del *crowdfunding* pues las obligaciones impuestas por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores difieren según se trate de un tipo u otro¹⁵⁴. Así también Van Poelgeest, desde la perspectiva del derecho neerlandés, que destaca que para determinar qué normas

¹⁴⁹ Ortolani *et al.* (2021), pp. 5 y 6.

¹⁵⁰ Gil Moreno (2021), p. 15.

¹⁵¹ Hernández Sainz (2017), p. 128.

¹⁵² Rodríguez de las Heras Ballell (2013), pp. 108 – 113.

¹⁵³ Ortolani *et al.* (2021), pp. 5 y 6. Van Poelgeest (2014), p. 39.

¹⁵⁴ Fonticiella Hernández (2021), pp. 50 y 51.

se aplican a los inversores es crucial la forma en que se recaudan los fondos a través de la plataforma¹⁵⁵. Por tanto, cabe categorizar las diversas modalidades que se observan en el contexto social y económico¹⁵⁶. Antes de proporcionar una clasificación de las modalidades del *crowdfunding* más concreta, a continuación, nos centraremos en algunas distinciones que pueden hacerse a un nivel más general.

A. Distinciones a nivel más general: directo e indirecto; lucrativo y no lucrativo

En primer lugar, es posible distinguir el *crowdfunding* según el papel de la plataforma utilizada. Así podemos distinguir en el *crowdfunding* indirecto (o intermediado) y el *crowdfunding* directo.

Si en el *crowdfunding* la plataforma actúa como intermediaria entre el promotor y los inversores, limitándose a ese servicio de intermediación, estamos en la variante del *crowdfunding* indirecto. En el *crowdfunding* indirecto el promotor se sirve para captar fondos de la página web creada por el proveedor de la plataforma de *crowdfunding* como operador especializado que pone en contacto a promotores e inversores.

Se trata de la variante del *crowdfunding* directo si la plataforma no es sino el medio tecnológico de la propia empresa o persona que es partícipe en el negocio que se lleva a cabo. Por tanto, el *crowdfunding* será directo cuando el proveedor de la plataforma sea el propio promotor del proyecto quien capta la financiación a través de la misma. No hay una plataforma intermediaria que sirva para poner en contacto al promotor con el inversor, sino que el propio promotor es (el proveedor de) la plataforma, o viceversa, (el proveedor de) la plataforma es el promotor. Por tanto, el *crowdfunding* directo no es propiamente colaborativo ahora que se corresponde más con lo que se denomina la economía de acceso¹⁵⁷.

En definitiva, se trata del *crowdfunding* indirecto cuando el proveedor de la plataforma se limita a la puesta en contacto de manera profesional de promotores e inversores y del *crowdfunding* directo, cuando es el promotor quien publicita sus propios proyectos y

¹⁵⁵ Van Poelgeest (2017), p. 124.

¹⁵⁶ Rodríguez de las Heras Ballell (2013), pp. 108 – 113.

¹⁵⁷ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 331. Hernández Sainz (2017), p. 132. Un ejemplo de *crowdfunding* indirecto con presencia en España: [La mayor plataforma de inversión privada de Europa | Crowdcube](#). Un ejemplo de *crowdfunding* directo con presencia en los Países Bajos: [De Windcentrale](#).

solicita públicamente financiación para ellos a través de una página web bajo su control¹⁵⁸.

En segundo lugar, es posible distinguir el *crowdfunding* según la contraprestación ofrecida al inversor por su aportación de fondos. Así podemos distinguir en el *crowdfunding* no lucrativo y el *crowdfunding* lucrativo.

El *crowdfunding* no lucrativo se realiza sin contraprestación alguna, esto es, aquellas solicitudes de financiación a título gratuito. En esta variante se encuentran las donaciones y los préstamos sin remuneración.

En la variante del *crowdfunding* lucrativo sí se retribuirá a sus inversores -admitiéndose distintas fórmulas para ella- y consistirá en aquellas modalidades donde el inversor espera participar en los beneficios obtenidos, por tanto, aquellas solicitudes de financiación a título lucrativo. Dentro de esta última variedad de *crowdfunding* es preciso diferenciar, a su vez, si la remuneración que se espera obtener es dineraria o no. Si la contribución al proyecto se hace con la perspectiva de recibir un bien o un servicio o cualquier otra contraprestación no monetaria, estamos hablando de un *crowdfunding* remunerado, si bien no dinerario. Si, por el contrario, la contribución se realiza con la intención de obtener un rendimiento monetario, estamos hablando de un *crowdfunding* remunerado dinerario¹⁵⁹. Otra denominación de esta distinción es la entre el *crowdfunding* no financiero y el *crowdfunding* financiero. Los diferentes modelos son plurales e incluyen variadas formas de estructurar las relaciones subyacentes¹⁶⁰.

B. Distinciones a nivel más concreto: modalidades del crowdfunding

Dentro de la distinción de los modelos de *crowdfunding* a nivel más general realizado anteriormente, se pueden aportar más detalles dependiendo de la tipología utilizada. De la doctrina se desprende la utilización de una variedad de tipologías para distinguir entre diferentes modalidades del *crowdfunding* como el tipo de contraprestación que reciben los inversores, el tipo de receptor de los fondos recaudados, el tipo de proyecto para el

¹⁵⁸ Hernández Sainz (2017), pp. 137 y 138.

¹⁵⁹ Fonticiella Hernández (2021), pp. 48, 50 y 51. Hernández Sainz (2017), pp. 130 y 131. Un ejemplo de *crowdfunding* no lucrativo con presencia en España: [migranodearena | Líderes en crowdfunding de donación](#). Un ejemplo de *crowdfunding* lucrativo con presencia en los Países Bajos: [Invest online in startups via equity crowdfunding | Republic Europe](#).

¹⁶⁰ Marcé Calzada (2022), p. 1070. Hernández Sainz (2017), p. 131.

cual los fondos son recaudados, el tipo de plataforma en la que se ha propuesto el proyecto o el tipo de las condiciones económicas de las inversiones. Aun variadas, la aplicación de esta variedad de tipologías no siempre conlleva grandes diferencias en la clasificación de las modalidades de *crowdfunding*, sino que parece ser más bien una cuestión de matices. Así, por ejemplo, se distinguen modalidades que podrían considerarse incluidas dentro de otra modalidad distinguida, o, por el contrario, se incluyen alguna modalidad dentro de otra aunque podría considerarse distinta. A continuación, proporcionaremos una clasificación de modalidades del *crowdfunding* generalmente utilizada, seguido por algunas consideraciones sobre clasificaciones alternativas según la tipología utilizada.

1) Clasificación de modalidades del crowdfunding generalmente utilizada

Por la mayor parte de la literatura académica y del propio sector suele practicarse una distinción más detallada según el tipo de contraprestación que reciben los inversores. Esta distinción dirige generalmente a las siguientes cuatro modalidades de *crowdfunding*, clasificación que se mantiene en general tanto a nivel nacional en España y Países Bajos como a nivel internacional¹⁶¹: (i) de donación (*donation-based*); (ii) de recompensa (*reward-based*); (iii) de préstamo (*lending-based*); y (iv) de inversión (*equity-based*). A continuación presentamos una breve descripción de estas modalidades:

- (i) *Crowdfunding* de donación (*donation-based crowdfunding*): los inversores aportan una cantidad de dinero al promotor para apoyar su proyecto sin recibir ningún beneficio financiero o material o ninguna clase de retribución con valor significativo a cambio de su inversión, tan solo la satisfacción de haber contribuido para que el proyecto se desarrolle, a menudo para llevar a cabo actividades benéficas o de interés público específicas. Se basa, por tanto, en aportaciones en forma de donaciones sin ánimo de lucro¹⁶²;
- (ii) *Crowdfunding* de recompensa (*reward-based crowdfunding*): los inversores contribuyen a la financiación de un proyecto, como el desarrollo de un producto o

¹⁶¹ E.o. Villacorta Hernández (2023), pp. 155 y ss.. Gil Moreno (2021), p. 16. Ortolani *et al.* (2021), pp. 5 y 6. Fonticiella Hernández (2021), pp. 50 y 51. Biemans *et al.* (2020), pp. 399 y 408. Van Beusekom (2020), pp. 1 y 2. Bellón *et al.* (2018), pp. 128 y 129. Busch (2017), p. 9/22. Burmanje *et al.* (2017), p. 2. Tangelder (2016), p. 2. Noordam (2014), p. 2. Rodríguez de las Heras Ballell (2013), pp. 108 – 113.

¹⁶² Un ejemplo de *crowdfunding* de donación: [GoFundMe | La plataforma número 1 para crowdfunding y recaudaciones de fondos.](#)

servicio por el promotor, con aportaciones económicas a cambio de una contraprestación no financiera con un valor económico cercano a la aportación en un momento futuro -que genéricamente se denomina una “recompensa”-, como la entrega del producto o la prestación del servicio para cuya producción el promotor está captando fondos, una vez que el promotor complete su desarrollo. A esta modalidad también se refiere con el término *crowdfunding* de prepago¹⁶³;

(iii) *Crowdfunding* de préstamo (*lending-based crowdfunding*): los inversores prestan fondos al promotor para la financiación de su proyecto a cambio de la contraprestación de recibir intereses y últimamente el reembolso del importe prestado. Se construye, por tanto, sobre operaciones de préstamo pero entre una pluralidad de inversores como prestamistas y el promotor como prestatario con la posibilidad de invertir diferentes importes por cada inversor y con el tipo de interés o rentabilidad sobre los fondos aportados al proyecto como contrapartida para los inversores. A esta modalidad también se refiere con el termino *crowdfunding* de crédito o *crowdlending*, *P2P lending* o *debt-based crowdfunding*¹⁶⁴;

(iv) *Crowdfunding* de inversión (*equity-based crowdfunding*): los inversores participan en el capital de la empresa del promotor o invierten de otra manera en ella para la financiación de su proyecto a través de la suscripción de valores negociables, instrumentos financieros tanto representativos de deuda u otros instrumentos contractuales, emitidos por ella, con la contraprestación de recibir dividendos u otros derechos a participar en los beneficios obtenidos por la empresa o a recibir, de otro modo, parte de las ganancias del proyecto, depende del instrumento aplicado y los resultados de la empresa *casu quo* el proyecto. A esta modalidad también se refiere con el termino *crowdfunding* de fondos propios o *crowdinvesting*¹⁶⁵.

¹⁶³ Hernández Sainz (2017), p. 131. Un ejemplo de *crowdfunding* de recompensa: [Verkami — Crowdfunding Creativo](#).

¹⁶⁴ Marcé Calzada (2022), p. 1070. Van Beusekom (2021), p. 193. Rodríguez de las Heras Ballell (2013), pp. 108 – 113. Como destaca Villacorta Hernández, «(l)a financiación participativa basada en préstamos se ha convertido en una considerable alternativa de financiación para las empresas a las que les resulta más complicado acceder a préstamos bancarios» (Villacorta Hernández (2023), pp. 155 y ss.). Un ejemplo de *crowdfunding* de préstamo: [Crowdlending | Invierte en préstamos a Pymes | Colectual](#).

¹⁶⁵ Teichmann *et al.* (2024), p. 576. Villacorta Hernández (2023), pp. 155 y ss.. Biemans *et al.* (2020), p. 408. Van Poelgeest (2017), pp. 122 y 123. Noordam (2014), p. 2. Como señala Rodríguez de las Heras Ballell, «(c)onfigurado de este modo, el *crowdfunding* se convierte en una auténtica alternativa para la financiación empresarial de gran fuerza transformadora. A la vez, las consideraciones jurídicas que despierta su instrumentación son numerosas y precisan, en ocasiones, una reforma legislativa.» (Rodríguez

Según las distinciones a nivel más general se puede denominar el *crowdfunding* de donación como *crowdfunding* no lucrativo o a título gratuito y las otras modalidades como *crowdfunding* lucrativa ya que los inversores en estas modalidades esperan alguna forma de retribución. De estas otras modalidades se pueden denominar el *crowdfunding* de préstamo y el de inversión como *crowdfunding* financiero al ser modelos de *crowdfunding* remunerado dinerario ya que la contribución se realiza con la intención de obtener un rendimiento monetario, dejando a ser denominado el *crowdfunding* de recompensa como *crowdfunding* remunerado no dinerario ya que la contribución al proyecto se hace con la perspectiva de recibir un bien o un servicio. Junto con el *crowdfunding* de donación además puede denominarse como *crowdfunding* no financiero¹⁶⁶.

Con respecto a esta clasificación de modalidades del *crowdfunding* pueden hacerse algunas observaciones.

En primer lugar, acerca de la última modalidad del *crowdfunding* de inversión (*equity-based crowdfunding*), pensamos que el término *crowdinvesting* parece encajar mejor la amplia descripción de *crowdfunding* de inversión que el término *equity-based crowdfunding* ahora que este término por su denominación podría referirse tan solo al modelo de participación en el capital de la empresa del promotor. Por tanto, probablemente sería más exacto aludir a *investment-based crowdfunding* en lugar de *equity-based crowdfunding* si nos referimos al término más general *crowdfunding* de inversión¹⁶⁷.

de las Heras Ballell (2013), pp. 108 – 113). Villacorta Hernández destaca que «(p)ara los inversores supone una alternativa de financiación más arriesgada que las anteriores, pero es muy atractiva para pequeñas empresas o startups con gran potencial» (Villacorta Hernández (2023), pp. 155 y ss.). Un ejemplo de *crowdfunding* de inversión: [Dozen Investments — Plataforma de inversión en Startups](#).

¹⁶⁶ Gil Moreno (2021), p. 16. Fonticiella Hernández (2021), pp. 50 y 51. Hernández Sainz (2017), p. 131.

¹⁶⁷ Bellón *et al.* (2018), p. 130. Hernández Sainz reserva el término «*equity-based*» *crowdfunding* exclusivamente para la participación en el capital de la empresa del promotor para la financiación de su proyecto. Otras fórmulas como la inversión en descuento de facturas, pagarés y otros documentos y supuestos en que la aportación de financiación se articula mediante la suscripción de valores negociables u otros instrumentos financieros tanto representativos de deuda les denomina con los términos propios de «*invoice trading*» y «*debt crowdfunding*». Junto a estas fórmulas de *crowdfunding*, indica también a otras modalidades en la práctica como aquellas en que los financiadores son retribuidos mediante la participación en los beneficios obtenidos de la explotación de derechos de propiedad intelectual o industrial («*royalty crowdfunding*»), o mediante la participación en los beneficios o las pérdidas obtenidos por el promotor del proyecto («*profit-sharing*» o «*revenue-sharing crowdfunding*») (Hernández Sainz (2017), p. 131). Sin embargo, parece considerar estas fórmulas, aunque diferente de la fórmula de participación en el capital («*equity crowdfunding*»), como subcategorías de la misma modalidad del *crowdfunding* de inversión (Hernández Sainz (2017), p. 137). De lo contrario por Teichmann *et al.* quienes consideran las fórmulas de

En segundo lugar, y más en general, podemos señalar que las plataformas frecuentemente presentan formas híbridas de las modalidades distinguidas que ofrecen a las empresas la posibilidad de combinar elementos de múltiples tipos de *crowdfunding*¹⁶⁸, por ejemplo si se establece que depende de la cantidad invertida se recibe una recompensa o no, en cual caso se considera de recompensa o de donación¹⁶⁹ o la recompensa recibida tiene carácter financiero en cual caso se considera de inversión o incluso de préstamo¹⁷⁰.

En relación con la observación anterior, podemos señalar que pueden distinguirse una variedad de submodalidades, en función de la tipología utilizada, dentro de las modalidades clasificadas anteriormente. Con respecto a la modalidad del *crowdfunding* de préstamo, por ejemplo, pueden distinguirse submodalidades en función del tipo de prestatario, es decir, sea consumidor o empresario, o en función de la finalidad del proyecto, es decir, sea inmobiliario o no¹⁷¹. Acerca de la misma modalidad, también se pueden distinguir submodalidades en función del tipo de plataforma, es decir el papel de intermediario que juega, o en función de las condiciones económicas de los préstamos, es decir, condiciones similares a las del mercado o no, aunque en el último caso podría acercarse más bien a la modalidad de donación¹⁷². Con respecto a la modalidad del *crowdfunding* de inversión pueden distinguirse submodalidades, entre otros, en función

crowdfunding de participación en los beneficios o las pérdidas («*profit-sharing*» o «*revenue-sharing crowdfunding*») y de valores de deuda («*debt-securities crowdfunding*») deben distinguirse como modalidades de *crowdfunding* separadas (Teichmann *et al.* (2024), p. 576).

¹⁶⁸ Teichmann *et al.* (2024), p. 576. Rodríguez de las Heras Ballell (2013), pp. 108 - 113.

¹⁶⁹ Tangelder (2016), p. 2.

¹⁷⁰ Rodríguez de las Heras Ballell (2013), pp. 108 – 113.

¹⁷¹ Marcé Calzada (2022), p. 1073, quien señala la distinción en función del tipo de prestatario entre el crédito a consumidores o «*P2P/Marketplace consumer lending*» que se da cuando el prestatario tiene la condición de consumidor; y el crédito a negocios o «*P2P/Marketplace business lending*» que se da cuando el prestatario es un empresario. Y cuando se distingue en función de la finalidad del proyecto, señala la distinción del crédito inmobiliario o «*P2P/Marketplace property lending*» o «*crowdlending* inmobiliario», pues en estos supuestos el préstamo se encuentra garantizado con un bien inmueble, ya sea el prestatario consumidor o empresario.

¹⁷² Rodríguez de las Heras Ballell (2013), pp. 108 – 113, quien señala que, según el tipo de la plataforma, puede distinguirse, por un lado, el *crowdfunding* de préstamo en que la plataforma actúa como un auténtico intermediario que recauda los fondos de los prestamistas y garantiza la devolución de los préstamos en determinadas condiciones, acercándose al *crowdfunding* directo, y, por otro, el *crowdfunding* de préstamo estructurado como una plataforma para la interacción directa entre prestamistas y prestatarios, proporcionando el acceso y el uso de este entorno electrónico, alejando la de los tradicionales mercados regulados. También señala que, según el tipo de las condiciones económicas de las inversiones, puede distinguirse, por un lado, los modelos de negocios en que el préstamo está estructurado sobre condiciones similares a las del mercado, fijando un tipo de interés en función del análisis de riesgo y viabilidad del proyecto, con la ventaja principal de la desintermediación bancaria, y, por otro, los modelos en que el préstamo está estructurado sobre modelos de «*social lending*» sin el pago de interés alguno y donde la motivación de los prestamistas es apoyar determinados proyectos.

de la finalidad del proyecto, sea inmobiliario o no¹⁷³, o en función del tipo de aportación de financiación o de retribución resultante¹⁷⁴.

Como ya habíamos comprobado en el capítulo anterior, en el mercado del *crowdfunding* en España, las modalidades de donación y de recompensa han quedado relegadas a un segundo plano en contraposición a las de préstamo y de inversión¹⁷⁵. En el mercado del *crowdfunding* en los Países Bajos las principales modalidades del *crowdfunding* son la de inversión y la de préstamos en el entendido de que la de préstamos dirigida a las pymes es un segmento relativamente grande¹⁷⁶. La mayoría de las plataformas en los Países Bajos participan en actividades destinadas a atraer préstamos a empresas¹⁷⁷. A nivel global, la financiación participativa de crédito resulta ser la más relevante tanto en volumen como en implantación¹⁷⁸.

Más adelante entraremos con más detalle en las características del *crowdfunding* en sus diferentes modalidades. A continuación, seguimos con algunas consideraciones sobre clasificaciones alternativas según la tipología utilizada.

2) Clasificaciones de modalidades del *crowdfunding* alternativas

En algún caso, distinguiendo las modalidades del *crowdfunding* en función del mismo tipo de contraprestación que reciben los inversores como aplicado para la clasificación anterior, se distingue alguna modalidad de más, como lo hace Villacorta Hernández, quien distingue la modalidad de intangibles relacionadas con arte¹⁷⁹. Sin embargo, dada su descripción como la financiación de proyectos artísticos o culturales sin ofrecer

¹⁷³ Villacorta Hernández (2023), pp. 155 y ss., definiendo esta submodalidad como aquella en la que los inversores invierten en un inmueble recibiendo como contraprestación unos beneficios y rentabilidades a través del alquiler de ese inmueble o bien de la venta futura, en la parte proporcional que le corresponda a cada inversor. Gil Moreno (2021), p. 16.

¹⁷⁴ Vid. *supra* n. 167.

¹⁷⁵ Gil Moreno (2021), p. 16.

¹⁷⁶ Biemans *et al.* (2020), p. 399. Busch (2017), p. 9/22.

¹⁷⁷ Van Poelgeest (2017), pp. 122 y 123.

¹⁷⁸ Marcé Calzada (2022), p. 1070.

¹⁷⁹ Villacorta Hernández (2023), pp. 155 y ss. Villacorta Hernández indica que con la palabra «mecenas» se designa a aquellas personas que participan en proyectos de financiación participativa de mecenazgo artístico o cultural, por tanto, la persona que realiza una inversión en un proyecto artístico. Sin embargo, según Villacorta Hernández el término «mecenas» también se utiliza para nombrar a aquellas personas que participan en proyectos de financiación participativa de recompensa, es decir, la persona que realiza una inversión en un proyecto realizado por un empresario a cambio de una contraprestación, ya sea en forma de producto o servicio.

contrapartida al mecenas, es difícil entender su distinción como modalidad separada ahora que en función del tipo de contraprestación no difiere de la modalidad de donación en general.

En otro caso, como hace Marcé Calzada, parece aplicarse una distinción en función del mismo tipo de contraprestación en el que se considera una clasificación de modelos de *crowdfunding* más general: (i) los modelos de deuda; (ii) los modelos de inversión - conjuntamente también denominados *crowdfunding* financiera-; y (iii) los modelos de no inversión - también denominados *crowdfunding* no financiera¹⁸⁰. Sin embargo, esta distinción parece partir del mismo concepto que la clasificación de que partimos anteriormente y, por tanto, parece encajar la modalidades distinguidas en ella¹⁸¹.

En lugar del tipo de contraprestación que reciben los inversores, en la práctica también se practica una distinción según el tipo de proyecto para el cual los fondos son recaudados como lo hacen Bellón *et al.*, distinguiendo entre prácticas de financiación que van dirigidas a apoyar proyectos empresariales y las que no. Destacando en esta distinción el *crowdfunding* de recompensa y el de inversión como comúnmente aplicadas para la financiación de proyectos empresariales en su fase inicial y el préstamo al consumo entre particulares (*P2P*) y el *crowdfunding* de donación para la financiación de proyectos no empresariales, esta distinción también parece encajar en gran parte en la clasificación de que partimos anteriormente y quizás debería considerarse más otra forma de distinción a nivel más general¹⁸².

Otra alternativa es la distinción según el tipo de plataforma, como la presentan Molina Martínez *et al.*, distinguiendo diferentes modalidades además de las modalidades que forman parte de la clasificación utilizada generalmente del tipo de contraprestación que reciben los inversores, como el *crowdfunding* como micro mecenazgo: el apoyo de proyectos a partir de pequeñas aportaciones a cambio de una compensación que puede ser monetaria o no monetaria; y el *invoice discounting*: el descuento de facturas y pagarés de clientes, que se asemeja al tradicional *factoring* bancario pero con un gran grupo de

¹⁸⁰ Marcé Calzada (2022), p. 1070.

¹⁸¹ Marcé Calzada (2022), p. 1070.

¹⁸² Bellón *et al.* (2018), pp. 128 y 129.

pequeños inversores¹⁸³. Consideramos estas modalidades más bien pueden considerarse submodalidades o aplicaciones de las modalidades de la clasificación generalmente utilizada, dirigidas específicamente al proyecto para el cual los fondos son recaudados

3) *Modalidad del crowdfunding inmobiliario*

Podemos destacar que, practicando una distinción de modalidades del *crowdfunding* en función de un tipo diferente del tipo de contraprestación que reciben los inversores, tanto Bellón *et al.* como Molina Martínez *et al.* distinguen el *crowdfunding* inmobiliario: la inversión en un proyecto que trata sobre un inmueble o activo inmobiliario. Como señalan Molina Martínez *et al.*, el *crowdfunding* inmobiliario puede diferenciarse según el instrumento jurídico empleado, ellos mismos distinguiendo entre el préstamo participativo, «*crowdlending*», y la suscripción de acciones de la empresa, «*crowdequity*». Por tanto, puede considerarse que este tipo de *crowdfunding* destaca principalmente por el propio proyecto que se lleva a cabo, que trata sobre un inmueble o activo inmobiliario, más que por la manera de realizarlo¹⁸⁴. Recordamos que pueden distinguirse submodalidades dentro de las modalidades de la clasificación de modalidades del *crowdfunding* generalmente utilizadas de que partimos, en función de la tipología utilizada¹⁸⁵. Así, el *crowdfunding* inmobiliario puede considerarse el conjunto de las submodalidades dentro de las modalidades que forman parte de esta clasificación distinguidas en función del tipo de proyecto para el cual los fondos son recaudados, es decir un proyecto inmobiliario. En el Capítulo 4 entraremos con más detalle en el *crowdfunding* inmobiliario y sus características.

C. *Observaciones conclusivas*

El *crowdfunding* se presenta en diferentes formas que suelen corresponder a diferentes motivos de acción por parte de los inversores. Como resultado, el marco legal aplicable al fenómeno puede variar significativamente según el tipo de negocio que se financie y

¹⁸³ Molina Martínez *et al.* (2024), pp. 77 - 79, quien señala que esta distinción es debido a que las plataformas digitales en las cuales se publican los proyectos de *crowdfunding* no siguen una perspectiva común en cuanto a su forma jurídica, función económica, modelo empresarial o motivación social subyacente.

¹⁸⁴ Molina Martínez *et al.* (2024), pp. 77 y 78. Bellón *et al.* (2018), pp. 128 y 129.

¹⁸⁵ Así también Marcé Calzada, *vid. supra* n. 171, Villacorta Hernández (2023), pp. 155 y ss. y Gil Moreno (2021), p. 16, *vid. supra* n. 173.

los derechos adquiridos por quienes realizan una contribución financiera¹⁸⁶. Para determinar qué normas se aplican, es necesario establecer una distinción entre las formas en que se recaudan los fondos a través del fenómeno¹⁸⁷.

A nivel más general, en primer lugar se puede distinguir, según el papel de la plataforma utilizada, entre el *crowdfunding* indirecto en el que la plataforma actúe como intermediaria, y el *crowdfunding* directo cuando la plataforma sea el propio promotor. En segundo lugar podemos distinguir, según la contraprestación ofrecida al inversor, entre el *crowdfunding* no lucrativo que se realiza sin contraprestación alguna, es decir, a título gratuito, y el *crowdfunding* lucrativo que sí retribuirá a sus inversores. En el *crowdfunding* lucrativo puede distinguirse entre las variantes remunerado no dinerario y remunerado dinerario, la última también denominado el *crowdfunding* financiero¹⁸⁸.

A nivel más concreto pueden distinguirse diferentes modalidades del *crowdfunding* en función de la tipología utilizada como el tipo de contraprestación que reciben los inversores, el tipo de receptor de los fondos recaudados, el tipo de proyecto para el cual los fondos son recaudados, el tipo de plataforma en la que se ha propuesto el proyecto o el tipo de las condiciones económicas de las inversiones. En vista del consenso en la mayor parte de la literatura académica y en el propio sector, puede considerarse común la distinción entre las modalidades del *crowdfunding* en función del tipo de contraprestación que reciben los inversores: (i) de donación (*donation-based*), sin contraprestación alguna; (ii) de recompensa (*reward-based*), con contraprestación no financiera; (iii) de préstamo (*lending-based*), con contraprestación de recibir intereses; y (iv) de inversión (*equity-based*), con contraprestación de recibir dividendos u otros beneficios obtenidos por la empresa. Tanto en España como en los Países Bajos las modalidades financieras representados por el *crowdfunding* de préstamo y de inversión son las principales modalidades¹⁸⁹.

¹⁸⁶ Ortolani *et al.* (2021), pp. 5 y 6. Van Poelgeest (2014), p. 39.

¹⁸⁷ Ortolani *et al.* (2021), pp. 5 y 6. Fonticiella Hernández (2021), pp. 50 y 51. Van Poelgeest (2017), p. 124.

¹⁸⁸ Fonticiella Hernández (2021), pp. 48, 50 y 51. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 331. Hernández Sainz (2017), pp. 131 y 132.

¹⁸⁹ Gil Moreno (2021), p. 16. Biemans *et al.* (2020), p. 399. Busch (2017), p. 9/22.

El conjunto de las submodalidades de las modalidades del *crowdfunding* de la clasificación anterior específicamente dirigidas a un proyecto inmobiliario, puede considerarse constituir el *crowdfunding* inmobiliario.

2.3 Características generales; partes; funcionamiento; ventajas y riesgos

El *crowdfunding* se lleva a cabo sobre la base de un proyecto en el que se formula un objetivo bien definido para el cual se busca financiación. Principalmente el *crowdfunding* no está destinado a financiar actividades comerciales en curso. Por tanto, el *crowdfunding* se dirige a empresas de nueva creación o a proyectos que tienen como objetivo iniciar un nuevo negocio o desarrollar nuevas actividades dentro de un negocio existente¹⁹⁰. Como ya señalamos en el capítulo anterior, lo novedoso del *crowdfunding* está en la forma en que dicha actividad se lleva a cabo, con su origen en la economía colaborativa¹⁹¹. A través de las plataformas electrónicas intermediarias como su principal actor e impulsor, es posible conseguir financiación a través del *crowdfunding* como una forma nueva y diferente a las tradicionales llegando a un gran número de inversores¹⁹². A continuación entraremos en más detalles sobre las partes involucradas en el *crowdfunding*, su funcionamiento y las ventajas y riesgos que puede conllevar.

A. Partes y relaciones jurídicas

La estructura y el diseño de la plataforma de *crowdfunding* se adaptan a menudo al régimen jurídico financiero más apropiado¹⁹³. Aunque el *crowdfunding* puede presentarse en diferentes formas, es inherente a la definición del *crowdfunding* la presencia de una relación triangular que vertebra todo el proceso. Todas las modalidades de *crowdfunding* responden a una estructura relacional básica común que implica la participación mínima de tres sujetos: (i) la persona que busca financiación para un proyecto que puede ser una iniciativa cultural, artística, científica o empresarial, a quien podemos denominar el «promotor», y quien recurre (ii) al «proveedor» de una plataforma de *crowdfunding* en línea -a menudo denominado simplemente «plataforma»- para el empleo de la plataforma como escenario de presentación de su proyecto, actuando el proveedor así como

¹⁹⁰ Noordam (2014), p. 2.

¹⁹¹ Fonticiella Hernández (2021), p. 61.

¹⁹² Molina Martínez (2024), p. 77. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 325 y 326. Tangelder (2016), p. 2.

¹⁹³ Van Poelgeest (2017), pp. 122 y 123.

intermediario para atraer el interés de y conectar el promotor (iii) a múltiples usuarios, a quienes podemos denominar «inversores», dispuestos a proporcionar los fondos -aunque también pueden ser ideas u otros recursos de diverso tipo- al promotor a través de la plataforma en forma de donación (con o sin recompensa), préstamo o inversión en la empresa del promotor, así cruzando las necesidades de financiación con las ofertas¹⁹⁴. Desde el punto de vista de la relación subyacente, según la modalidad aplicada, los inversores serán donantes, compradores o destinatarios del servicio (previamente contratado y abonado), prestamistas o partícipes de la sociedad promotora o los beneficios del proyecto¹⁹⁵.

Este nuevo tipo de financiación en masa ha sido posible gracias al papel de las plataformas electrónicas que lo facilitan y que, en su mayoría, son plataformas de financiación participativa. Las plataformas de financiación participativa facilitan el contacto entre los promotores y los inversores¹⁹⁶. Como señala Rodríguez de las Heras Ballell, la figura del proveedor de la plataforma de *crowdfunding* es la más compleja y multifacética¹⁹⁷. Principalmente, el proveedor ofrece una plataforma en que se ofrece servicios de mediación a los promotores para la captación de financiación¹⁹⁸. Sin embargo, puede adoptar perfiles muy diversos que en sus extremos responden a dos posiciones bien alejadas, una distinción que en cierto sentido podría considerarse relacionada con la distinción más general, mencionada anteriormente, entre el *crowdfunding* indirecto y el directo. De un lado, puede actuar simplemente como un prestador de servicios cuya función principal es crear un entorno cerrado de interacción electrónica y proporcionar a los usuarios registrados el acceso a los servicios y las aplicaciones básicas, es decir actuar como intermediador y simplemente conectar a los promotores y los inversores, quedando bien claro en la posición del *crowdfunding* indirecto. De otro lado, sin embargo, puede adoptar una posición más activa, al encargarse de la captación de los fondos, gestionar las aportaciones o tramitar los préstamos garantizando su devolución, posiblemente acercando incluso la posición del *crowdfunding* directo¹⁹⁹. Como veremos a continuación,

¹⁹⁴ Van Beusekom (2021), p. 195. Fonticiella Hernández (2021), p. 49. Van Poelgeest (2021), p. 6. Noordam (2014), p. 3. Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 113.

¹⁹⁵ Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 113.

¹⁹⁶ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 323.

¹⁹⁷ Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 113.

¹⁹⁸ Wallinga (2021), p. 352.

¹⁹⁹ Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 113.

podemos señalar que el papel de las plataformas es, generalmente, buscar, localizar y conseguir inversores para un concreto proyecto conectando a aquellas personas que necesitan financiación para un proyecto determinado con una multitud de posibles inversores que les proporcionan la financiación demandada²⁰⁰.

El proveedor de la plataforma a menudo utiliza una parte externa, en la práctica neerlandesa generalmente una fundación de fondos de terceros o un proveedor de servicios de pago, por la cual se hacen pasar los flujos de efectivo en sí mismos. El objetivo de esta parte externa es la custodia (i) de los fondos recaudados hasta que se alcance el importe objetivo dentro del plazo establecido y se pagan los fondos recaudados al promotor; y (ii) de los pagos por el promotor como dividendos, interés o reembolsos, hasta que se pagan al inversor, facilitando así los pagos de acuerdo con las inversiones²⁰¹. Ya que los pagos por las partes forman parte del capital de la parte externa y no de la plataforma, en caso de la quiebra de la última no se afectan. En el caso de que se establecen garantías, se utiliza otra parte externa, en la práctica neerlandesa generalmente una fundación de garantías, para solucionar el problema de que el titular de las garantías está constituido por una multitud. Esta parte externa desempeña el papel de beneficiaria de las garantías (fideicomisario), es decir no afiliada a la plataforma, creada para tal fin y actuando a favor del conjunto de prestamistas. Para poder establecer las garantías se utiliza la estructura de la deuda paralela en la que el deudor debe declarar que tiene una deuda paralela con esta parte externa de la misma cantidad y con el mismo contenido que los reclamos del conjunto de inversores, lo que la otorga su propio reclamo administrativo que se refleje en los reclamos conjuntos de los inversores, excluyendo el derecho de los mismos para solicitar el cumplimiento de forma independiente. El fideicomisario ejerce los poderes contractuales asociados a las garantías, ejecuta las garantías según las condiciones generales y, en su caso, debe litigar para asegurar los derechos de la multitud. En consecuencia, el fideicomisario tiene la obligación de transmitir a los inversores las cantidades recibidas del promotor. De esta manera, al contrario de la financiación bancaria, el control de las garantías lo tiene la plataforma o esta parte externa y no los

²⁰⁰ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 326 y 327.

²⁰¹ Van Beusekom (2021), p. 195. Biemans *et al.* (2020), p. 408. Van Beusekom (2020), p. 2. Tangelder (2016), p. 2. Van Beusekom señala que la participación de esta parte externa es recomendado por el supervisor del mercado financiero neerlandés, la *AFM* (Van Beusekom (2020), p. 2).

inversores²⁰². Sin embargo, Biemans *et al.* señalan que de su investigación se desprende que en el *crowdfunding*, por lo menos en el mercado neerlandés, no resulta común aplicar garantías. A menudo son las plataformas más grandes que ofrecen préstamos a pymes que sí exigen garantías, incluyendo generalmente garantías personales, como la fianza, y, en algunos casos, garantías reales, como la hipoteca o la prenda, aunque en menor medida.²⁰³ Cabe destacar que en esta estructura, aunque en su mejor interés, la participación de los inversores resulta limitada y pone en perspectiva la idea del *crowdfunding* como manera de financiación únicamente entre la multitud y el promotor sin intervención de la plataforma²⁰⁴.

A nivel contractual, la aparición de las plataformas de *crowdfunding* como nuevo intermediario, supone un cambio drástico en la estructura de las transacciones²⁰⁵. Mientras en el mercado de crédito tradicional el intermediario financiero capta los fondos de los depositantes y celebra únicamente un contrato en el que participa como inversor, en una operación de financiación participativa se celebran diferentes contratos bilaterales en función del papel de las partes involucradas: en primer lugar, tanto el promotor como los inversores -como usuarios- entran en un contrato de acceso -que no necesariamente es equiparable para promotores e inversores- con el proveedor de la plataforma. Este contrato regula las condiciones para el acceso, la pertenencia y el uso por parte de los usuarios de la plataforma. En virtud de este contrato, el proveedor asume determinadas funciones que aseguran la operativa de la plataforma. Y, en segundo lugar, el promotor entra en un contrato con cada inversor que financie un mismo proyecto, entablándose las relaciones directamente entre los usuarios de acuerdo con la finalidad de la financiación. Así, se celebran contratos de donación, de compraventa con pago anticipado, de préstamo o de participación societaria o beneficiaria. Depende del papel de la plataforma, el

²⁰² Biemans *et al.* (2020), p. 408. Van Beusekom (2020), p. 2. Como señalan Biemans *et al.*, según el derecho neerlandés no es posible separar las posición de prestamista y titular de las garantías o dividir los derechos de hipoteca o prenda. Por su carácter accesorio, deben establecerse las garantías en el mismo nombre que el titular de las reclamaciones por las cuales se establecen las garantías (Biemans *et al.* (2020), p. 408).

²⁰³ Biemans *et al.* (2020), pp. 403 – 408, quienes señalan que a partir del periodo de investigación, el uso de garantías ha experimentado un mayor desarrollo, con tendencia de requerir más garantías.

²⁰⁴ Biemans *et al.* (2020), p. 408.

²⁰⁵ Marcé Calzada (2022), pp. 1071 – 1073.

proveedor interviene o no de forma directa o intermedia en su celebración o ejecución²⁰⁶. Por tanto, son tres los sujetos intervinientes en esta forma de financiación, y dos las relaciones jurídicas principales entre ellos, al igual que ocurre en el negocio propio de la economía colaborativa desarrollado mediante las plataformas electrónicas intermediarias²⁰⁷. Así, entre los sujetos intervinientes surge una relación contractual triangular, con una relación vertical entre la plataforma y cada uno de los usuarios; y una relación horizontal entre promotor e inversor, en la que se lleva a cabo el negocio o contrato verdaderamente querido²⁰⁸.

Como señala Marcé Calzada, puede observarse que, frente a una relación de crédito estructurada tradicionalmente de forma vertical, en el *crowdfunding* la relación entre promotor e inversor se «horizontaliza» puesto que quien ocupa ahora la posición de inversor ya no es un intermediario financiero tradicional sino el inversor mismo²⁰⁹. El contrato de acceso se concluye cuando se crea una cuenta y se aceptan las condiciones generales del proveedor. El contrato entre el promotor y el inversor se concluye en el momento en que el inversor decide invertir. Como mencionado anteriormente, la forma en que se concluye este contrato difiere según la forma. Especialmente en el caso de las modalidades de préstamo y de inversión puede resultar más complicado porque hay que definir más aspectos de la inversión. Generalmente, las condiciones de la inversión las determina el promotor, el inversor tan solo puede decidir invertir en el proyecto o no. En la práctica, existen grandes diferencias en las condiciones establecidas por los promotores²¹⁰.

Si la función desempeñada por la plataforma fuese solamente ofrecer el espacio técnico donde es posible casar la oferta y la demanda, podríamos cualificarla como un servicio de la sociedad de la información. Pero, si la plataforma (además) realiza alguna actividad fuera de ella, sin necesariamente tomar la posición del *crowdfunding* directo, su papel puede exceder al de un mediador, pues interviene realizando prestaciones propias del contrato subyacente, y su función no será solo la de un prestador de servicios de la

²⁰⁶ Marcé Calzada (2022), pp. 1071 – 1073. Noordam (2014), p. 3. Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 113.

²⁰⁷ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 323.

²⁰⁸ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 325 y 326.

²⁰⁹ Marcé Calzada (2022), pp. 1071 – 1073.

²¹⁰ Bellón *et al.* (2018), p. 144. Noordam (2014), p. 3.

sociedad de la información. Como hemos señalado anteriormente, el papel de la plataforma puede incluir la prestación de servicios de pago, realizar recobros, determinar el nivel de riesgo de los proyectos y prestar servicios jurídicos, y por tanto es posible cualificarse como algo más que un portal que pone en contacto a inversores con promotores, constituyendo una nueva vía de asignación eficiente del ahorro a la inversión como un verdadero intermediario financiero a través de internet. Como señala Goñi Rodríguez de Almeida el acceso de los participantes a este mercado se produce a través del contrato de acceso propio, pero con un carácter especial y más riguroso que el de otro entorno colaborativo, que se sustanciará en un contrato de mediación si la plataforma solo realiza funciones necesarias o bien, en un contrato de intermediación financiera, lo cual será generalmente el caso en el *crowdfunding* financiero o lucrativo²¹¹. En atención a los servicios prestados por estas, parece apropiado hablar de una re-intermediación del mercado y no tanto de una desintermediación²¹².

B. Funcionamiento del crowdfunding

Como señala Marcé Calzada, todas las formas de financiación participativa se caracterizan por la sustitución de los intermediarios financieros tradicionales por plataformas intermediarias en línea, que, por norma general, se presentan generadoras de un entorno digital en el que se promueve la contratación entre inversores y promotores²¹³. A continuación, proporcionaremos una descripción del proceso del *crowdfunding*, seguido de una explicación más detallada de algunos temas relevantes acerca de su funcionamiento.

1) Proceso del crowdfunding:

En general, la financiación a través del *crowdfunding* se realiza según el siguiente proceso:

²¹¹ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 332 – 336.

²¹² Marcé Calzada (2022), pp. 1071 – 1073. Como señala Rodríguez de las Heras Ballell, en estos casos, las plataformas parecen emular las funciones de los intermediarios financieros lo que en el pasado abrió el debate sobre la regulación del *crowdfunding*, tema que discutiremos con más detalle en el próximo capítulo (Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 113).

²¹³ Marcé Calzada (2022), pp. 1071 – 1073, quien prefiere llamar estas partes prestamistas y prestatarios en lugar de inversores y promotores respectivamente.

-
- (i) *Oferta del promotor*: para la recaudación de fondos, el promotor -que puede ser persona física o jurídica- propone su proyecto a potenciales inversores a través de la plataforma de *crowdfunding* y proporciona la información necesaria sobre el propósito de obtener los fondos, es decir el proyecto y el promotor. La plataforma a menudo establece requisitos para el contenido de la oferta, por ejemplo, resultados históricos y pronósticos.
- (ii) *Evaluación por la plataforma*: el proyecto es analizado por la plataforma, quien evalúa su potencial y la solvencia del prestatario, otorgándole una calificación o “*scoring*”²¹⁴. Depende de la modalidad de *crowdfunding* aplicada, el proceso de evaluación -también denominado diligencia debida o «*due diligence*»- puede resultar mucho más significativo. Por ejemplo, en el *crowdfunding* de recompensa las plataformas suelen realizar algunas comprobaciones básicas de las descripciones de los proyectos, mientras que en el *crowdfunding* de inversión los procesos de diligencia debida incluyen, entre otras cosas, comprobaciones de los antecedentes del promotor, la veracidad de su información financiera y de otros datos relevantes aportados por el promotor.
- (iii) *Publicación por la plataforma*: si cumple con los requisitos y superada la evaluación, el proyecto será anunciado al público por la plataforma poniendo a disposición información sobre el proyecto a través de ella. También se introducirá un periodo durante el cual el proyecto está abierto a registro para los inversores.
- (iv) *Información proporcionada*: el contenido de la información proporcionada también depende de la modalidad de *crowdfunding* aplicada. En el caso de una campaña de *crowdfunding* de recompensa por ejemplo, contendrá información sobre el producto o servicio que el promotor tiene previsto desarrollar con los fondos captados, un objetivo de financiación y una tabla de posibles niveles de contribución y la recompensa correspondiente a cada nivel incluido la entrega del producto o la prestación del servicio²¹⁵. En el caso de una campaña de *crowdfunding* de inversión contendrá información sobre el derecho al beneficio económico a cambio de una

²¹⁴ Marcé Calzada destaca que es la plataforma quien selecciona los proyectos que son publicados en su portal, actuando en cierta medida como un guardián de acceso o “*gatekeeper*”. Esta facultad no es común entre las plataformas de la economía colaborativa. Además señala que rara vez las plataformas muestran los criterios en base los cuales establecen el mencionado «*scoring*» (Marcé Calzada (2022), p. 1074).

²¹⁵ Véase [Verkami — Crowdfunding Creativo](#).

contribución. Ese derecho puede revestir la forma de acciones ordinarias de la empresa que va a financiarse, pero también pueden aplicarse otras formas, como distintos tipos de deuda convertible o la promesa de recibir una participación en el capital en el futuro²¹⁶.

- (v) *Aportación por los inversores*: a través de la publicación, los inversores -que también pueden ser persona física o jurídica²¹⁷- podrán decidir si invertir o no en el proyecto a través de la plataforma, basándose en la información publicada y en la calificación otorgada por la ella. La plataforma no asume ningún riesgo propio en la operación. Tras publicación del proyecto, la plataforma administra la recaudación de fondos. Así, los inversores financian el proyecto por acumulación de pequeñas cantidades, esperando obtener rentabilidad según la modalidad de *crowdfunding*²¹⁸.

2) *Papel de la plataforma*:

Como ya lo destacamos en el capítulo anterior, en el contexto actual, el auge del *crowdfunding* se debe a la intervención de las plataformas donde confluyen los intereses de promotores y potenciales inversores. Como destaca Fonticiella Hernández, es precisamente la participación de una plataforma la que configura el concepto reciente de este fenómeno²¹⁹. Sin embargo, la posición de la plataforma puede adoptar diversos perfiles en función de su grado de implicación en las relaciones entre los promotores y los inversores y las funciones asumidas y, por tanto, su papel puede variar, por ejemplo cuando se trata de evaluar el riesgo para los inversores, clasificando los promotores en diferentes categorías de riesgo, la gestión de las relaciones contractuales y la organización de la ejecución de las mismas como el cobro y pago de intereses y dividendos. Normalmente, el papel de la plataforma suele consistir en reunir las partes, proporcionar los contratos y condiciones y gestionar los flujos de fondos entre los promotores y los inversores. Como mencionado anteriormente, la plataforma generalmente, de una forma

²¹⁶ Véase [Dozen Investments — Plataforma de inversión en Startups](#).

²¹⁷ Como señala Rodríguez de las Heras Ballell, «la base sociológica del *crowdfunding* se inclina hacia la participación preferente de personas físicas como aportantes, si bien nada impide en la estructura y la operativa de la plataforma ni en el concepto mismo de la financiación en masa que los aportantes pudieran ser personas jurídicas aunque su filosofía alejaría estas estructuras de la intervención de grandes compañías que además dispondrían de otras vías propias más adecuadas para participar e invertir en proyectos» (Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 113).

²¹⁸ Marcé Calzada (2022), pp. 1071 – 1074. Bellón *et al.* (2018), pp. 129 y 130. Van Poelgeest (2017), p. 122. Tangelder (2016), p. 2. Van Poelgeest (2016), p. 99. Van Poelgeest (2014), p. 39.

²¹⁹ Fonticiella Hernández (2021), p. 61.

u otra, también realiza un inventario y clasificación de los riesgos del proyecto poniendo a disposición la información sobre los riesgos junto a la información sobre el proyecto. Sin embargo, la plataforma no suele aconsejar ni realizar alguna investigación sobre los inversores²²⁰.

3) *Importe objetivo*

La condición más importante para el éxito del *crowdfunding* es el importe objetivo que debe recaudarse dentro de un plazo definido. En el caso de una campaña de *crowdfunding* de recompensa por ejemplo, se establece un período limitado para hacer aportaciones, generalmente uno o dos meses. Si se encuentran suficientes inversores y, por tanto, se alcanza la cantidad mínima predeterminada, el proyecto avanza y se concluirá el acuerdo entre el promotor y los inversores y se establece una relación directa entre ellos, asumiendo los inversores un riesgo directo en relación con el promotor. Sobre esta base se entregan los fondos recaudados al promotor. De lo contrario, si no se alcanza, el proyecto no podrá avanzarse y deberá reembolsarse el importe recaudado a los inversores²²¹. Durante la campaña, los inversores potenciales pueden hacer un seguimiento de la cantidad de dinero recaudada ya que generalmente las aportaciones individuales se hacen públicas conforme tienen lugar, de forma que ellos pueden condicionar sus decisiones de participación a las aportaciones ya realizadas por otros inversores, ejerciendo la cantidad recaudada online un impacto en el éxito del proyecto²²².

²²⁰ Van Poelgeest (2017), p. 122. Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 113. Van Poelgeest (2012), p. 7. Aun generalmente podría resultar ser bastante sencillo como indica Molina Martínez, debemos tener en cuenta que el proceso para llevar a cabo la recaudación de fondos mediante *crowdfunding* puede resultar menos sencillo en función del papel de la plataforma (Molina Martínez (2024), p. 77).

²²¹ Bellón *et al.* (2018), pp. 129 y 130. Tangelder (2016), p. 2. Van Poelgeest (2016), p. 99. Noordam (2014), p. 2. Como señalan Bellón *et al.*, en las campañas de *crowdfunding* de recompensa se conoce este formato como la campaña Todo o Nada (*All or Nothing* o *AoN*). Otro formato adoptado en las campañas de *crowdfunding* de recompensa es la campaña «Me lo Quedo Todo» (*Keep It All* o *KiA*), en las que el emprendedor se queda con todo el dinero recaudado de los financiadores con independencia de la cantidad total que se consiga (Bellón *et al.* (2018), pp. 129 y 130).

²²² Bellón *et al.* (2018), pp. 129, 130 y 142. Como señalan Bellón *et al.*, ese escenario puede dar lugar a un comportamiento «de rebaño» (*herding*) por parte de los inversores en que los inversores ignoran la información que poseen u obtienen personalmente y basan su decisión únicamente en su observación de las acciones de otros, refiriéndose especialmente a las campañas de *crowdfunding* de inversión, en las que los participantes están tratando de calcular un valor común (la rentabilidad de la iniciativa), y por lo que se muestra que los contactos sociales ayudan a superar las asimetrías de información existentes entre emprendedores e inversores (Bellón *et al.* (2018), p. 142).

4) *Retribución del servicio de la plataforma*

La prestación de los servicios a través la plataforma puede ser gratuita o retribuida. En general, el proveedor de la plataforma recibe una compensación del promotor, inversor o ambos por ofrecer la plataforma y los servicios de intermediación prestados a través de ella. Esta compensación puede consistir en una cuota fija o un porcentaje sobre las transacciones realizadas en la plataforma. Después de esta fase la plataforma finalmente se sale del acuerdo entre el promotor y los inversores pero no desaparece por completo del panorama. Depende de las actividades pactadas, la plataforma también puede prestar servicios continuos como la administración y el pago de dividendos o intereses y reembolsos. Generalmente en las modalidades de donación y de recompensa la entrega de bienes y servicios como contraprestación, en su caso, se realizará directamente del promotor al inversor, pero en las modalidades de préstamo y de inversión, la plataforma generalmente seguirá desempeñando un papel como al recaudar los ingresos (interés, dividendo etc.) del promotor y luego distribuirlos a los inversores y realizar recobros²²³.

C. *Ventajas y riesgos relacionados al crowdfunding*

Como señalamos anteriormente en este capítulo, el *crowdfunding* se ha convertido en una forma alternativa de obtención de financiación para las empresas emergentes y las pymes que, de otro modo, les resultaría más difícil obtener a través de las fuentes tradicionales de financiación²²⁴. A continuación discutiremos las ventajas para los diferentes intervinientes que pueden haber contribuido a su desarrollo pero también señalaremos los riesgos que puede conllevar para ellos.

1) *Ventajas*

Ventajas respecto al financiamiento tradicional: en general podemos señalar que las plataformas de *crowdfunding*, como agentes activos de este fenómeno, han consolidado una nueva forma de intermediación en el crédito sobre la reducción de costes por la ausencia de intermediarios financieros tradicionales²²⁵.

²²³ Bellón *et al.* (2018), p. 144. Tangelder (2016), p. 2. Noordam (2014), p. 3. Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 113. Van Poelgeest (2012), p. 7.

²²⁴ Teichmann *et al.* (2024), p. 576. Rodríguez Martínez (2023), p. 6. Ortolani *et al.* (2021), p. 5. Van Poelgeest (2012), p. 7.

²²⁵ Rodríguez Martínez (2023), p. 6. Van Poelgeest (2014), p. 41. Van Poelgeest (2012), p. 7.

Ventajas respecto a los inversores: unido a la misma ausencia de intermediarios financieros tradicionales, el *crowdfunding*, además, puede resultar atractivo para inversores por su dinámica y la agilidad de sus procesos de inversión:

- (i) El *crowdfunding* les permite elegir los proyectos o las empresas que les resulta atractivos para invertir haciendo del *crowdfunding* una alternativa al ahorro o la inversión tradicional;
- (ii) Su inversión puede estar asociada a una mayor rentabilidad;
- (iii) Al no haber, por lo general, una cantidad mínima de inversión obligatoria, les permite invertir desde una pequeña cantidad y diversificar su cartera, facilitando así la elección de proyectos en que invertir²²⁶;
- (iv) Basado en la distribución del riesgo entre un elevado número de inversores, además les permite controlar y limitar el riesgo de pérdida, pero, a la vez, asegurar que la suma de todas las aportaciones alcanza la cantidad suficiente para apoyar la iniciativa financiada²²⁷.

Ventajas respecto a los promotores: por la misma ausencia de intermediarios financieros tradicionales, el *crowdfunding* también puede ser interesante para los promotores, especialmente si se trata de empresas emergentes y pymes:

- (i) Como señalamos anteriormente, ellos siguen siendo demasiado dependientes de la financiación bancaria y deberían tener un acceso más fácil a los mercados de capital. A través del *crowdfunding* pueden obtener financiación para proyectos que sino no se les resultaría más difícil financiar;
- (ii) Además las condiciones pueden ser diferentes y/o más flexibles que en el caso de financiación bancaria, por el cual el *crowdfunding* podría ser a veces más accesible, resultando en una opción más realista que depender de los mercados de capital tradicionales; y,
- (iii) Los promotores a través del *crowdfunding* pueden obtener información sobre las opiniones del público en una etapa temprana sobre su proyecto, permitiendo al promotor aprender el valor de su proyecto, es decir, sondear la demanda del mercado

²²⁶ Fonticiella Hernández (2021), pp. 51 y 52. Van Poelgeest (2016), p. 99. Van Poelgeest (2014), p. 40. Van Poelgeest (2012), p. 7.

²²⁷ Rodríguez de las Heras Ballell (2013), pp. 105 y 106.

y, en su caso, capturar a sus primeros clientes, y, por tanto, seguir adelante solo si el valor esperado es suficientemente alto. El promotor utiliza la agregación de información dispersa entre inversores potenciales aprovechando así la «sabiduría de la multitud» (*the wisdom of the crowd*) sin deber recurrir a distintas herramientas de estudio de mercado y de creación de una campaña de marketing lanzando un nuevo producto al mercado²²⁸.

2) Riesgos

Riesgos respecto a los inversores: aún podría verse en el *crowdfunding* una nueva oportunidad de inversión también para los inversores particulares, sin embargo, debe destacarse que estas ventajas van acompañadas por riesgos significativos:

- (i) Los inversores pueden correr mayores riesgos teniendo en cuenta que una parte sustancial de los proyectos financiados resulta fracasar antes de producirse rendimientos y beneficios. El riesgo de fracaso de la inversión es uno de los riesgos más importantes a los que se enfrentan los inversores en el *crowdfunding*. Aunque las perspectivas de una inversión siempre son inciertas, las relativas a nuevas iniciativas lo son todavía más. La capacidad de los iniciadores para concluir con éxito el proyecto de inversión conlleva un elemento más de incertidumbre significativa. Además debe tenerse en cuenta la posibilidad de que los intereses de los inversores y los del promotor no estén alineados y el promotor utilice los fondos de modo no beneficioso para los inversores. Esta posibilidad, aunque extrema, puede resultar más relevante dependiendo del nivel de la diligencia debida aplicada a la propuesta de inversión y de la protección que ofrecen los contratos -que pueden ser estándar-, a los inversores en este caso;
- (ii) Cabe recordar que el riesgo de fracaso de la inversión resulta ser un riesgo directo que lo asumen los inversores en relación con el promotor. Un tema más importante, como destaca Fonticiella Hernández, en el caso del inversor particular que podría responder al perfil de minorista en el sentido de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva

²²⁸ Villacorta Hernández (2023), pp. 155 y ss.. Busch (2019), p. 6/16. Bellón *et al.* (2018), pp. 136 – 143. Van Poelgeest (2016), p. 99. Van Poelgeest (2014), p. 41.

2011/61/UE (MiFID II) y en el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), careciendo de la información necesaria y los conocimientos suficientes como para valorar sus posibilidades de éxito;

- (iii) Cabe señalar que a estos inversores en el caso de *crowdfunding* se les aplican menos garantías como no poder confiar en ningún respaldo o garantía como se puede con los ahorros según el esquema de garantía de depósitos²²⁹.

Riesgos respecto al intercambio de fondos: Teichmann *et al.* señalan otros riesgos, algo alejado de los riesgos inherentes a transacciones económicas, planteados por el intercambio de grandes cantidades de dinero a través de plataformas. Se refieren a los riesgos de blanqueo de capital, financiación del terrorismo y elusión de sanciones y de fraude. Señalan que las plataformas no son instituciones reguladas por la ley contra el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo. Por falta de regulaciones legales para identificar clientes y de supervisión de sus actividades, la explotación del *crowdfunding* podría ser utilizado para facilitar o ser vulnerable al blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo. Teichmann *et al.* indican que las plataformas conocidas disponen de sistemas internos contra el blanqueo de capitales y requieren actualmente detalles de verificación e identificación. La actividad fraudulenta generalmente se asocia con el *crowdfunding* de donación y recompensa, aunque otras modalidades no son una excepción²³⁰.

D. Observaciones conclusivas

Lo novedoso del *crowdfunding* está en la forma en que dicha actividad se lleva a cabo con la intervención de las plataformas electrónicas intermediarias como principal actor e impulsor de la economía colaborativa y donde confluyen los intereses de adquirentes y oferentes²³¹.

²²⁹ Teichmann *et al.* (2024), p. 577. Fonticiella Hernández (2021), pp. 51 y 52. Bellón *et al.* (2018), pp. 135 y 136, 143 y 144. Van Poelgeest (2016), p. 99. Van Poelgeest (2014), pp. 40 y 41. Van Poelgeest (2012), p. 7.

²³⁰ Teichmann *et al.* (2024), p. 577.

²³¹ Fonticiella Hernández (2021), p. 61. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 325 y 326.

Aunque en cada modalidad, la naturaleza jurídica de la relación responderá a la finalidad, las motivaciones y el carácter de la transacción²³², el *crowdfunding* se caracteriza porque en todo caso intervienen las siguientes partes: (i) los «promotores» del proyecto quienes solicitan financiación; (ii) los «inversores» quienes están dispuestos a aportarla; y (iii) los «proveedores» de las plataformas online -a menudo simplemente denominados plataformas- quienes, como parte central intermediaria, son las encargadas de la gestión del proceso, conectando a los promotores y los inversores y así cruzando las necesidades de financiación con las ofertas²³³. De la intervención de estos tres sujetos surgen dos relaciones jurídicas principales, una vertical entre el proveedor (la plataforma) y cada uno de los inversores y el promotor, y una horizontal entre el promotor y cada uno de los inversores²³⁴. Depende de su papel podemos calificar las plataformas como mediadores y prestadores de servicios de la sociedad de la información, o debemos calificarlas como intermediarios financieros²³⁵.

En breve el proceso para llevar a cabo la recaudación de fondos mediante *crowdfunding* puede describirse así: los promotores detallan su idea de proyecto en una plataforma *online* y así solicitan fondos de una cantidad limitada de un gran número de inversores que estén interesados²³⁶. En este proceso pueden distinguirse las siguientes fases: (i) de prefinanciación, en la que se diseña y perfecciona el proyecto y se determinan las condiciones de financiación; (ii) de financiación, en la que se evalúa el proyecto y a través de una campaña a través de la plataforma se reclutan inversores entre la multitud. Si se alcanza el importe objetivo se avanza el proyecto; y (iii) posterior a la financiación, en la que, cuando se avanza el proyecto, se pagan los fondos recaudados al promotor, se desarrolla el proyecto y, finalmente, en su caso, se paga la contraprestación a los inversores²³⁷.

El *crowdfunding* conlleva tanto ventajas como riesgos para sus intervinientes. Para los inversores puede resultar atractivo porque: (i) pueden invertir en proyectos que les resulta

²³² Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 113.

²³³ Van Poelgeest (2021), p. 6. Fonticiella Hernández (2021), p. 49. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 325 y 326.

²³⁴ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 323, 325 y 326.

²³⁵ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 332 – 336.

²³⁶ Molina Martínez (2024), p. 77.

²³⁷ Burmanje *et al.* (2017), p. 1.

atractivos; (ii) puede haber una mayor rentabilidad; y, (iii) les permite diversificar su cartera y (iv) limitar el riesgo de pérdida. Para los promotores puede resultar atractivo porque: (i) pueden obtener financiación para proyectos que difícilmente podrían financiarse de otra manera; (ii) las condiciones pueden ser diferentes y/o más flexibles; y, (iii) pueden obtener información sobre las opiniones del público sobre su proyecto en una etapa temprana. Estas ventajas se ven contrarrestados por riesgos significativos para los inversores: (i) pueden correr mayores riesgos relacionados al fracaso; (ii) asumen un riesgo directo en relación con el promotor ; y, (iii) no pueden confiar en ningún respaldo o garantía como el esquema de garantía de depósitos²³⁸.

²³⁸ Villacorta Hernández (2023), pp. 155 y ss.. Fonticiella Hernández (2021), pp. 51 y 52. Busch (2019), p. 6/16. Bellón *et al.* (2018), pp. 135 - 143 y 144. Van Poelgeest (2016), p. 99. Rodríguez de las Heras Ballell (2013), pp. 105 y 106.

3. MARCO LEGAL

3.1 *Observaciones generales*

Como ya señalaba Rodríguez de las Heras Ballell en el principio del auge del *crowdfunding*, su crecimiento y su capacidad de captación de fondos colocan este interesante fenómeno ante importantes retos de diversa naturaleza como los tecnológicos, empresariales, operativos y organizativos, pero también los legales²³⁹. Como hemos visto en el Capítulo 2, las plataformas de *crowdfunding* actúan como intermediarios en operaciones de financiación en las que participen generalmente (al menos) tres sujetos: la propia plataforma, o mejor dicho, el proveedor de la misma, los promotores quienes a través de la plataforma buscan financiación para sus proyectos de naturaleza muy diferente, y los inversores quienes están dispuestos a proporcionar los fondos. En estas operaciones de *crowdfunding* que desarrollan las plataformas se entrelazan distintas relaciones jurídicas cuya naturaleza jurídica a veces resulta difícil interpretar²⁴⁰. Esto se complica por la variedad de vehículos y técnicas que pueden utilizarse para llevar a cabo el *crowdfunding* y las diferentes consecuencias legales que cada uno conlleva²⁴¹, resultando en una enumeración de servicios que pueden prestar estas plataformas muy amplia y variada²⁴². Como ya señalamos anteriormente, asumiendo la variedad de modelos de *crowdfunding* y la diversidad de estructuras transaccionales, el *crowdfunding* obliga a problematizar la aplicabilidad de diferentes cuerpos jurídicos, dependiendo de la naturaleza y las características que pueda tener²⁴³.

Aunque puede resultar relativamente sencillo de identificar el modelo contractual que permite articular el entorno de financiación en los varios esquemas de *crowdfunding* -determinando por quién y de qué manera se pueden recaudar fondos a través de la plataforma-, la definición del marco normativo aplicable puede plantear cuestiones cuya solución ya no resulta tan evidente, por ejemplo, en función de acordar la ley aplicable, la naturaleza civil o mercantil del contrato, la aplicación de las normas de consumo y, en

²³⁹ Rodríguez de las Heras Ballell (2013), pp. 116, 113, quien destaca que esto es todavía más el caso cuando los proveedores parecen emular las funciones de los intermediarios financieros, lo que hace que se activen todas las alarmas regulatorias y de supervisión.

²⁴⁰ López Ortega (2021), p. 8.

²⁴¹ Ortolani *et al.* (2021), pp. 6 y 7.

²⁴² López Ortega (2021), p. 8.

²⁴³ Ortolani *et al.* (2021), pp. 5 y 6.

general, de protección de la parte débil y la facultad de las partes para regular libremente las condiciones del contrato²⁴⁴. Desde esta perspectiva, cualquier análisis jurídico del *crowdfunding* se entrelaza necesariamente con el desarrollo de la regulación de las plataformas en línea para dar cabida a la nueva realidad de la economía de las mismas²⁴⁵. Como veremos a continuación, el desarrollo de la regulación del *crowdfunding* se planteó entre dos fronteras: de un lado, no ahogar el fenómeno con reglas que supusieran cargas innecesarias y entorpecedoras, y, de otro, asegurar la protección de los intereses de los participantes y conjurar el riesgo sistémico en el mercado de la financiación²⁴⁶.

3.2 Régimen jurídico nacional inicial; España y Países Bajos

A. España

El *crowdfunding* fue regulado por primera vez en el ordenamiento jurídico español con la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (LFFE) que en su título V recoge el régimen jurídico aplicable a las plataformas de financiación participativa²⁴⁷. Como señala Fonticiella Hernández, el legislador español ha afrontado la regulación del *crowdfunding* desde la necesidad de alentar y fortalecer esta fuente de financiación, buscando el equilibrio entre la seguridad jurídica y el fomento del *crowdfunding*²⁴⁸. Sin embargo, el objetivo de la LFFE no fue el de establecer un marco jurídico integral del *crowdfunding* sino crear una nueva categoría de intermediarios del mercado de la financiación, denominados «plataformas de financiación participativa» y ofrecer el régimen jurídico de estas plataformas²⁴⁹.

²⁴⁴ Van Poelgeest (2017), pp. 122 y 123. Rodríguez de las Heras Ballell (2013), pp. 116 y 117. Como señala Goñi Rodríguez de Almeida, el *crowdfunding* tiene naturaleza jurídica de un contrato atípico que, según sus variantes, se aproxima más a una donación condicionada, o a un contrato societario de inversión, o a un préstamo, pero cuya característica esencial, como luego veremos, es que se celebra por intermediación de las plataformas electrónicas (Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 328).

²⁴⁵ Ortolani *et al.* (2021), pp. 6 y 7.

²⁴⁶ Rodríguez de las Heras Ballell (2013), p. 118.

²⁴⁷ Publicado en: «BOE» núm. 101, de 28 de abril de 2015. Villacorta Hernández (2023), pp. 168 y 169. Marcé Calzada (2022), p. 1073. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 330 y 331.

²⁴⁸ Fonticiella Hernández (2021), p. 72. Véase también el preámbulo I de la LFFE (Villacorta Hernández (2023), pp. 168 y 169).

²⁴⁹ López Ortega (2021), p. 4.

1) *Ámbito de aplicación*

La regulación prevista por la LFFE solo alcanza la actuación de las plataformas respecto al denominado *crowdfunding* financiero, es decir aquellas plataformas cuya actividad se enfoque en el *crowdfunding* de inversión y/o en el de préstamo, destacando el ánimo de lucro del inversor y quedando fuera de su ámbito el *crowdfunding* de donación y de recompensa aunque también se desarrollan por medio de plataformas electrónicas²⁵⁰. Por tanto, las plataformas sujetas a la LFFE sólo pueden admitir proyectos de financiación que se instrumenten mediante la emisión o suscripción de valores representativos del capital, o bien, mediante la solicitud de préstamos²⁵¹. Así, el legislador establece una delimitación negativa del concepto legal de las plataformas de financiación participativa excluyendo las modalidades diferentes de las modalidades típicamente financieras del *crowdfunding* en las que el inversor asume una participación activa en el riesgo empresarial esperando recibir una remuneración dineraria por su participación, otorgando un régimen de tutela a los inversores y, en especial, a los menos cualificados²⁵². Además deja fuera de su ámbito el *crowdfunding* directo en el que el propio promotor a través de una página web bajo su control solicita financiación exclusivamente para proyectos o negocios propios, pues se exige que la plataforma actúe como intermediaria dedicándose profesionalmente a poner en contacto a promotores e inversores²⁵³.

Sujetas al Título V de la LFFE quedan las plataformas de financiación participativa que ejerzan su actividad típica en territorio nacional, así como la participación en ella de las personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominadas «inversores», y las personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación,

²⁵⁰ Art. 50 LFFE conforme al art. 49.d) LFFE. Fonticiella Hernández (2021), pp. 72 y 73. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 330 y 331. Hernández Sainz (2017), p. 138. García (2016), p. 1.

²⁵¹ Art. 46.2 LFFE. Marcé Calzada (2022), p. 1074. López Ortega (2021), pp. 5 y 6. García (2016), p. 1.

²⁵² López Ortega (2021), p. 7. Fonticiella Hernández (2021), pp. 72 y 73, quien señala que las modalidades no financieras mantienen su validez de conformidad con lo dispuesto en el art. 1255 CC. Hernández Sainz (2017), p. 139.

²⁵³ Art. 46 LFFE que define las plataformas de financiación participativa como aquellas «empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores». Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 331.

denominadas «promotores», constituyendo la estructura triangular de la que parte esta modalidad de intermediarios financieros como hemos visto anteriormente²⁵⁴.

La LFFE concreta el ámbito de la actividad de las plataformas de financiación participativa estableciendo un conjunto de servicios que pueden llevar a cabo, unos de (i) carácter necesario y otros de (ii) carácter complementarias -denominadas «auxiliares»- a su actividad principal²⁵⁵:

- (i) Como actividad principal, las plataformas de financiación participativa deben recibir, seleccionar y publicar los proyectos presentados por los prestatarios, así como desarrollar, establecer y explotar los canales de comunicación para facilitar la contratación de relaciones subyacentes entre inversores y promotores²⁵⁶. Así, las funciones necesarias recogen los supuestos básicos de actuación de las plataformas de financiación participativa, consistiendo en tareas de información y contacto.
- (ii) Junto a las funciones necesarias, pueden prestarse además un conjunto de servicios complementarios, es decir, labores que pueden llevarse a cabo de forma auxiliar según se pacten en un proyecto o portal concreto, en principio tendentes a favorecer y facilitar las transacciones entre los inversores y promotores. La LFFE establece un listado abierto de estos servicios complementarios que las plataformas pueden asumir como el asesoramiento a los promotores en relación con la publicación del proyecto en la plataforma, el análisis de los proyectos presentados para determinar su nivel de riesgo, la habilitación de canales de comunicación a distancia entre inversores y promotores durante todo el proceso y la posible prestación de un conjunto de servicios jurídicos como la puesta a disposición de modelos de contratos necesarios para la participación en los proyectos.

También, la LFFE recoge un listado de servicios prohibidos para las plataformas de financiación participativa y establece que no pueden ejercer las actividades reservadas a otras entidades autorizadas como las empresas de servicios de inversión, las entidades de

²⁵⁴ Art. 47 LFFE. López Ortega (2021), pp. 4 y 5. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 331.

²⁵⁵ Art. 51 LFFE. López Ortega (2021), p. 19.

²⁵⁶ Art. 51.1 LFFE. Marcé Calzada (2022), p. 1074. López Ortega (2021), p. 19. Como señala López Ortega, de esta manera, se está aludiendo a la persona jurídica que presta los servicios de financiación participativa a través de páginas web y otros medios electrónicos que, a tal efecto, organiza y gestiona (López Ortega (2021), p. 5).

crédito y las entidades de pago. Así las plataformas de financiación participativa tienen prohibido, entre otros, prestar servicios de recepción, transmisión y ejecución de órdenes, realizar recomendaciones personalizadas a los inversores sobre los proyectos y asegurar a los promotores la captación de fondos²⁵⁷.

2) *Requisitos para las partes*

Requisitos para las plataformas: Para ejercer sus actividades, la LFFE sujeta a las plataformas de financiación participativa a una serie de requisitos para poder desarrollar su actividad. En concreto, necesitan la autorización previa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y deben estar inscritas en su registro de carácter público en el que deben constar ciertos datos actualizados relativos a la plataforma y sus administradores y socios. Si se dedican al *crowdfunding* de préstamo, también debe aportarse informe preceptivo y vinculante del Banco de España (BdE)²⁵⁸. Así se establece una reserva de actividad de manera exclusiva y excluyente en favor de las plataformas de financiación participativa: solo aquellas que hayan obtenido la preceptiva autorización y estén debidamente registradas podrán emplear la denominación “plataforma de financiación participativa” o su abreviatura «PFP»²⁵⁹. Para la obtención y el mantenimiento de la autorización, la plataformas de financiación participativa deben cumplir una serie de requisitos que se dividen en (i) generales y (ii) financieros²⁶⁰:

²⁵⁷ Arts. 51.2 y 52 LFFE. Marcé Calzada (2022), pp. 1074 y 1075. López Ortega (2021), pp. 6, 9, 10 y 21. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 332 y 333. Como señala Marcé Calzada, la LFFE establece que en relación con la prestación de estos servicios auxiliares se prevé que mientras se realicen en base a términos objetivos, sin realizar recomendaciones personalizadas a los inversores, no constituirán asesoramiento financiero. Como veremos a continuación, pese a ello, existen mecanismos indirectos permitidos por la propia LFFE por los que las plataformas de financiación participativa pueden indicar a los prestamistas en qué proyectos contratar (Marcé Calzada (2022), pp. 1074 y 1075).

²⁵⁸ Art. 53 y 54 LFFE. López Ortega (2021), pp. 11 y 14. Fonticiella Hernández (2021), pp. 74 y 75. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 335. García (2016), p. 1. En los casos en los que la plataforma de financiación participativa vaya a ejercer las actividades reservadas a entidades de pago, es decir, la recepción de fondos con la finalidad de pago por cuenta de los inversores o de los promotores, será preceptivo contar además, con la autorización de entidad de pago híbrida (art. 52.3 LFFE) (López Ortega (2021), p. 11). Como señala García, respecto de las personas o entidades que a la entrada en vigor de la LFFE estuvieran ejerciendo la actividad propia de las plataformas de financiación participativa, la Disposición Transitoria 11ª LFFE fijó un plazo de 6 meses para adaptarse a la nueva legislación y solicitar la correspondiente autorización y registro (García (2016), p. 1).

²⁵⁹ Art. 48 LFFE. Marcé Calzada (2022), p. 1074. López Ortega (2021), p. 11. Fonticiella Hernández (2021), pp. 74 y 75.

²⁶⁰ Art. 55 y 56 LFFE. Fonticiella Hernández (2021), pp. 74 y 75. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 335.

- (i) Según los requisitos generales, las plataformas deben revistar la forma de cualquier sociedad de capital, constituido por tiempo indefinido y con un capital íntegramente desembolsado; mantener un objeto social dirigido exclusivamente a la realización de actividades propias enumeradas en la Ley; establecer su domicilio social, así como efectiva administración y dirección, en territorio nacional u otro Estado miembro; contar con administradores cualificados; disponer de una buena organización administrativa y contable; aplicar medios adecuados que garanticen la seguridad del servicio; tener un reglamento interno de conducta; y mantener mecanismos que garanticen la continuidad en la prestación de los servicios tras el cese de su actividad²⁶¹.
- (ii) Los requisitos financieros exigen que la plataforma disponga de un capital mínimo de 60.000 euros, o un seguro de responsabilidad civil con una cobertura mínima de 400.000 euros anuales, o una combinación de ambas²⁶².

Requisitos para los promotores e inversores: A los usuarios de las plataformas de financiación participativa -los promotores e inversores- la LFFE también exige el cumplimiento de determinados requisitos para el acceso a ese mercado de financiación:

- (i) Con respecto a los promotores, la LFFE establece que los promotores pueden ser personas físicas o jurídicas residentes respectivamente constituidas en España o en otro Estado miembro. En caso de persona jurídica, sus socios o administradores, no podrán estar inhabilitados por quiebra, ni estar cumpliendo condena por determinados delitos económicos. Además se exige que solicitan financiación destinada exclusivamente a su proyecto que no puede consistir en la financiación profesional de terceros. Las plataformas de financiación participativa deben identificar a los promotores y evaluar y seleccionar los proyectos con diligencia, verificando que cumplen los requisitos legales antes de proceder a su publicación en la plataforma. Además, los promotores están sometidos a unas limitaciones en cuanto al número de proyectos que pueden tener publicado, o al límite cuantitativo y temporal de los

²⁶¹ López Ortega (2021), pp. 12 y 13. Fonticiella Hernández (2021), pp. 74 y 75. Como señala Fonticiella Hernández, la LFFE fija la mayoría de los requisitos generales de forma análoga al -en aquel momento vigente- Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV) (Fonticiella Hernández (2021), pp. 74 y 75).

²⁶² López Ortega (2021), p. 13. Fonticiella Hernández (2021), pp. 74 y 75.

mismos, así como restricciones a los propios proyectos según sean de préstamo o de participación en valores. Así el promotor únicamente puede tener publicado al mismo tiempo un proyecto que no supere los 5 millones de euros, siendo el máximo de 2 millones de euros en el caso de inversores no acreditados²⁶³.

- (ii) Con respecto a los inversores, la LFFE establece que pueden ser personas físicas o jurídicas. Siguiendo la distinción común en el derecho del mercado de valores entre inversores profesionales e inversores minoristas, la LFFE distingue entre los que denomina como «inversores no acreditados» y «inversores acreditados», considerando los primeros financiadores de carácter minorista y no profesional, y los segundos aquellos que demuestren tener conocimientos sobre el sector cumpliendo las precepciones para dicha acreditación. Esta distinción se hace efectiva con objeto de proteger a aquellos inversores particulares que no son profesionales, pero quieren invertir²⁶⁴.

3) *Protección de los inversores y promotores*

Gestión plataforma: En busca de minimizar el riesgo para los inversores y los promotores y de permitir a los inversores formarse mejores valoraciones y tomar óptimas decisiones, el legislador, como principio general, ha intentado, de forma similar a lo previsto en el TRLMV, canalizar la actividad de las plataformas de financiación participativa de habilitar y gestionar el entorno electrónico de interacción que permita a promotores e inversores realizar las operaciones de financiación deseadas, hacia los principios de neutralidad, diligencia y transparencia, orientándose al mejor interés de los clientes²⁶⁵. Acerca de esta responsabilidad de las plataformas de financiación participativa hacia sus inversores podemos destacar:

- (i) el deber de diligencia de evaluar los proyectos y el promotor. En su página web, las plataformas de financiación participativa deben incluir información sobre la forma de

²⁶³ Arts. 66 a 69 LFFE. Molina Martínez *et al.* (2024), p. 82. López Ortega (2021), pp. 15 y 16. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 335. Véase también el artículo 49.c.1.º de la LFFE acerca de exigencia de financiación en nombre propio. El objetivo buscado con esta limitación es evitar que la plataforma intermedie entre promotores e inversores no finales de los proyectos y evitar que a través de este cauce se preste la actividad reservada a las entidades de crédito (López Ortega (2021), p. 16).

²⁶⁴ Art. 81 LFFE. Molina Martínez *et al.* (2024), pp. 82 y 83. López Ortega (2021), pp. 16 – 18. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 335.

²⁶⁵ Art. 60 LFFE. Villacorta Hernández (2023), p. 169. López Ortega (2021), p. 10. Fonticiella Hernández (2021), pp. 86 y 87.

selección de los proyectos, la forma en la que se recibe y trata la información suministrada por los promotores y los criterios para su publicación. En este contexto podemos destacar el servicio auxiliar que pueden prestar las plataformas de financiación participativa de análisis de los proyectos recibidos, y la determinación del nivel de riesgo que implica cada proyecto para los inversores, es decir, el estudio de la solvencia del prestatario y la determinación de cualquier otra variable que resulte útil para que los prestamistas tomen la decisión de contratar;

- (ii) los deberes de información a los que habrá de ajustarse la publicación de los proyectos como la obligación de asegurarse que la información publicada es completa. Para verificar su cumplimiento, las plataformas de financiación participativa deben remitir a la CNMV al cierre de cada ejercicio una memoria que contenga información sobre los proyectos publicados y los no publicados junto con las razones subyacentes²⁶⁶.

Límites a la inversión: La LFFE establece límites a la inversión en proyectos publicados por parte de los inversores no acreditados. Según estos límites ningún inversor no acreditado puede comprometerse a invertir, a través de la plataforma de financiación participativa, más de 3.000 euros en un mismo proyecto publicado, o más de 10.000 euros en un periodo de 12 meses en uno o en varios proyectos, y con independencia de si lo hace en una o en varias plataformas²⁶⁷.

Deberes de información y advertencia: Esta nueva fórmula de canalización del ahorro de los inversores implica también un necesario reforzamiento de los deberes de información,

²⁶⁶ Arts. 51.2.b), 61.1.a), 66.1, 70 a 73 y 91 LFFE. Marcé Calzada (2022), pp. 1074 y 1075. López Ortega (2021), p. 20. Fonticiella Hernández (2021), pp. 77, 86 y 87. Como señala Fonticiella Hernández, las plataformas, prestando el servicio auxiliar de análisis de proyectos, de esta forma, ejercen una actividad clasificadora mediante la elección de los proyectos que serán publicados en su web, que en puridad, no puede hablarse de una neutralidad absoluta (Fonticiella Hernández (2021), pp. 86 y 87). Además advierte Fonticiella Hernández, que las exigencias impuestas por la LFFE a las plataformas con respecto a los promotores y los proyectos, se resumen en la mera confirmación de que la información proporcionada es la precisada por dicha ley y no se precisa la comprobación de la veracidad de los datos proporcionados por no ser una de las obligaciones contempladas. Así, la responsabilidad de la información que se suministre a los inversores recae íntegramente en los promotores teniendo en cuenta que los datos que este le proporcionará no serán revisados ni por la CNMV, ni por la propia plataforma (Fonticiella Hernández (2021), p. 77).

²⁶⁷ Art. 82 LFFE. López Ortega (2021), pp. 16 – 18. Fonticiella Hernández (2021), pp. 78 – 81, quien destaca que su incumplimiento podría llegarse a considerar como infracción muy grave, señalando que, sin embargo, en la práctica diaria, podría resultar muy difícil ejercer adecuadamente este control de las cantidades invertidas, en tanto en cuanto no existe un registro unificado en el que consten los inversores y sus cifras de negocio. Además se pregunta si, por su carácter subjetivo, esta norma es una medida tuitiva propiamente dicha, sino un instrumento de limitación de pérdidas.

esperando por esta vía reducir la asimetría informativa. Las obligaciones de información de las plataformas están agrupadas en dos categorías: (i) información general; e (ii) información básica para el cliente²⁶⁸:

- (i) *Información general*: la plataforma incluirá en su página web, entre otros, el funcionamiento básico de la plataforma, un aviso acerca de los riesgos que implica la inversión como la posibilidad de su pérdida, total o parcial, la advertencia de que la plataforma, por no ser empresa de servicios de inversión o entidad de crédito, no está adherida a un fondo de garantía, la advertencia de que ni los proyectos, ni la información aportada por el promotor, han sido autorizados, o supervisados por la CNMV o el BdE, ni constituye folleto informativo en caso de emisión de valores y las medidas y los medios organizativos adoptados para reducir el riesgo como de fraude. Esta información debe ser accesible, gratuita, visible y actualizada.
- (ii) *Información básica*: su contenido comprenderá una parte determinada de la información general, la cual deberá suministrarse en términos breves y sencillos, entre otros, el aviso acerca de los riesgos que implica la inversión y la advertencia de que la plataforma no está adherida a un fondo de garantía. Estos datos deberán situarse en un lugar especialmente destacado dentro de la página de inicio de la web de la plataforma²⁶⁹.

Los deberes de información de las plataformas de financiación participativa se encuentran reforzados gracias a una serie de advertencias que los inversores no acreditados deberán recibir y aceptar de forma previa a cada inversión que pretendan llevar a cabo. Al inversor no acreditado deberá advertirse que ni el proyecto, ni la información facilitada por el promotor han sido autorizados o supervisados por la CNMV o el BdE y que, en el caso de emisión de valores, la información facilitada no debe tenerse por folleto informativo aprobado por la CNMV, que existe la posibilidad de pérdida total o parcial del capital invertido, que existe el riesgo de no percibir los rendimientos esperados, así como las dificultades de iliquidez que pueden presentarse para recuperar la inversión, y que el capital no está garantizado por ningún fondo de garantía de inversiones, ni por un fondo

²⁶⁸ Art. 61 LFFE. Fonticiella Hernández (2021), p. 82.

²⁶⁹ López Ortega (2021), p. 21. Fonticiella Hernández (2021), pp. 76, 82 – 84.

de garantía de depósitos. Esta comunicación se podrá completar con las advertencias adicionales que considere incluir la CNMV²⁷⁰.

Participación por la plataforma: En el contexto de asegurar la neutralidad de las plataformas de financiación participativa en su relación entre inversores y promotores y de establecer unos estándares de transparencia que permitan a los inversores formarse mejores valoraciones y tomar óptimas decisiones, reviste de especial relevancia la capacidad de la plataforma de participar en los proyectos publicados por ellas mismas. Aunque limitado a un máximo del 10% del objetivo total de financiación pretendido y con el deber de informar a los inversores de su intervención y la cuantía aportada, puede producirse indirectamente una recomendación al resto de inversores, a pesar de una prohibición a tal efecto en la LFFE, y puede representar un inevitable conflicto de intereses que se opone a la neutralidad que se espera de la propia plataforma. Asimismo, se permite a la plataforma de financiación participativa poner a disposición de las partes los modelos de contratos necesarios para la celebración de la relación subyacente, trascendiendo las funciones de un simple intermediario e incluso imponiendo un único contrato, pudiendo las partes negociar solo una parte (muy) limitada del clausulado como su cuantía. Además, la LFFE también prevé la posibilidad de que la plataforma actúe en representación de los inversores, tanto en el caso de la formalización del contrato como en el caso de un incumplimiento contractual por parte del promotor²⁷¹.

²⁷⁰ Fonticiella Hernández (2021), pp. 84 – 86, quien señala que puede comprobarse la coincidencia de ciertos aspectos de la información que debe figurar tanto en las advertencias como en el apartado de información básica, la cual insistencia puede imputarse el deseo de esclarecer las características de esta inversión mediante el suministro, incluso por partida doble, de la información básica, esencial y primaria que debe preceder a toda decisión inversora.

²⁷¹ Arts. 51.2, 51.3, 52.2 y 63.1 LFFE. Marcé Calzada (2022), pp. 1074 y 1075. Fonticiella Hernández (2021), pp. 86 y 87. Acerca de la capacidad de la plataforma de participar en los proyectos publicados por ellas mismas, Fonticiella Hernández señala que, no obstante, existen voces que ven en esta posibilidad una oportunidad para aquellos proyectos que ya han obtenido el 90% de la financiación requerida evitando que determinados proyectos sean descartados a falta de un 10% del total precisado por el transcurso del plazo máximo para la obtención del objetivo total (Fonticiella Hernández (2021), pp. 86 y 87). En el contexto de que la plataforma de financiación participativa puede poner a disposición de las partes los modelos de contratos necesarios, Marcé Calzada advierte la posibilidad de que «se da la situación de que un prestatario que accede a una plataforma de financiación participativa únicamente tiene capacidad de establecer la duración del préstamo y la cuantía, y, además, difícilmente el prestatario podrá exigir responsabilidad a la plataforma, por no ser parte del contrato subyacente aunque redacta e impone las condiciones del mismo y lo formaliza el contrato subyacente en nombre de los prestamistas» (Marcé Calzada (2022), pp. 1075 y 1076).

B. Países Bajos

En los principios del auge del *crowdfunding* surgió la pregunta si a las partes involucradas se aplica una autorización u otras obligaciones legales. Los supervisores del mercado financiero neerlandés, la Autoridad neerlandesa para los Mercados Financieros (*Autoriteit Financiële Markten, AFM*) y el Banco Central neerlandés (*De Nederlandsche Bank, DNB*) consideraban que en vista de los diferentes modelos de *crowdfunding* y sus diferentes formas de financiación, podrían aplicarse diversas disposiciones de la regulación sobre la supervisión financiera como la prohibición de recaudar fondos del público o la obligación de folleto, lo que podría implicar la necesidad de una autorización o dispensación de la *AFM* y su inscripción en el registro de la *AFM*.

En 2013, la *AFM* y el *DNB* presentaban un planeamiento del *crowdfunding* para mejorar la protección del consumidor y en 2014 se publicó un informe completo '*Crowdfunding; Hacia un sector sostenible. Investigación sobre (la supervisión de) el sector del crowdfunding*'²⁷² en el cual se identificaban algunas limitaciones en la legislación que obstaculizan el desarrollo sostenible del *crowdfunding* y se hicieron algunas recomendaciones²⁷³. En parte en respuesta al informe se modificó y ajustó la regulación sobre la supervisión financiera para adaptarlo a este tipo de financiación con efecto a partir del 1 de abril de 2016. Por lo tanto, en vez de introducir un régimen propio, la solución se buscó en incrustar el fenómeno en los marcos existentes en combinación con la concesión de exenciones y dispensaciones de prohibiciones de la Ley sobre la supervisión financiera (*Wet op het financieel toezicht, Wft*) que se aplican a las diversas partes involucradas en el *crowdfunding* para facilitarlo²⁷⁴. Así, se sujetaban las modalidades del *crowdfunding* financiero, el *crowdfunding* de inversión y el de préstamo a la supervisión de la *AFM* y del *DNB* dejando fuera las demás formas de *crowdfunding*, como el de donación y el de recompensa. El objetivo era, por un lado, evitar que la regulación obstaculizaría el desarrollo del *crowdfunding* y, por otro, proteger los intereses

²⁷² La traducción es nuestra. Su título original: '*Crowdfunding - Naar een duurzame sector. Onderzoek naar (toezicht op) de crowdfundingsector*', de diciembre de 2014, disponible en: https://www.afm.nl/~/_profimedia/files/rapporten/2014/crowdfunding.ashx.

²⁷³ Grundmann – van de Krol (2021), p. 1/10. Van Poelgeest (2016), pp. 99 y 100. Van Poelgeest (2012), pp. 7 - 9.

²⁷⁴ Van Beusekom (2021), pp. 195 y 196. Grundmann – van de Krol (2021), p. 1/10. En concreto se modificó el *Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (BGfo Wft)* y el *Vrijstellingsregeling Wft (Vr Wft)* y se ajustó el *Beleidsregel geschiktheid 2012*.

de los promotores de proyectos y de los inversores teniendo en cuenta la participación de cada vez más personas particulares²⁷⁵.

1) Sistema de exenciones, dispensaciones y autorizaciones

Exenciones y dispensaciones: en el caso del *crowdfunding* de préstamo, a los promotores les puede ser aplicable la prohibición de captar fondos reembolsables del público. Se considera que se está captando fondos reembolsables cuando se trata de fondos que deben devolverse posteriormente y el importe a devolver está predeterminado. A la plataforma de *crowdfunding* se le puede aplicar la prohibición de intermediar en la captación de fondos reembolsables del público.

Para facilitar el *crowdfunding* de préstamo, se introdujo en la regulación sobre la supervisión financiera -en concreto la *Vrijstellingsregeling Wft (VrWft)*-, una exención específica para los promotores de la prohibición de captar fondos reembolsables. Las plataformas, a su vez, pueden solicitar a la *AFM* una dispensación de la prohibición de intermediación en la captación de fondos reembolsables cuando se dedican a actividades destinadas a captar fondos en la forma de préstamos cuyos prestatarios no son consumidores²⁷⁶. Para obtener la dispensación, el proveedor de servicios de *crowdfunding* debe cumplir ciertas condiciones, derivados del régimen de supervisión financiera -en concreto del *Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (BGfo Wft)* y del *Wijzigingsbesluit financiële markten 2016*-, relacionados con, entre otras, la integridad de su personal y la idoneidad de sus gerentes y la solidez de sus operaciones comerciales. Así, se establece que los administradores y supervisores de la plataforma deben ser adecuados y sus operaciones organizados de tal manera que se garantice la integridad del negocio. En este contexto, los flujos de fondos de la propia plataforma deben mantenerse separados de los de los inversores y prestatarios utilizando una parte tercera como un

²⁷⁵ Ortolani *et al.* (2021), p. 10, quienes señalan que las demás formas de *crowdfunding*, como el de donación y el de recompensa, generalmente quedan fuera de la aplicación de las regulaciones financieras neerlandesas. Van Poelgeest (2016), p. 100.

²⁷⁶ Van Beusekom (2021), pp. 196 y 197. Van Poelgeest (2016), p. 100. Van Poelgeest (2012), pp. 8 y 9. La prohibición de atraer, obtener o tener a su disposición de fondos reembolsables en los Países Bajos está regulado en el artículo 3:5 de la Ley neerlandesa de Supervisión Financiera (*Wet op het financieel toezicht, Wft*). La prohibición de intermediar en la captación de fondos reembolsables en los Países Bajos está regulado en el artículo 4:3 de la *Wft*. Cuando los promotores de proyectos se consideran consumidores, el proveedor de servicios de *crowdfunding* debe obtener una autorización como oferente de crédito al consumo (Ortolani *et al.* (2021), p. 11).

proveedor de servicios de pago. El objetivo principal de los requisitos es prevenir el mal funcionamiento y el fraude por parte de la plataforma²⁷⁷.

Autorización: en el caso de *crowdfunding* de inversión, punto de partida es que la plataforma necesita una autorización de la *AFM* para la prestación de servicios de inversión, los cuales se califican, en principio, como «recibir y transmitir órdenes». Para su obtención deben cumplirse ciertos requisitos que pueden considerarse más estrictos que los requisitos para la dispensación mencionada anteriormente. Estos requisitos se refieren, entre otros, a la idoneidad de los gerentes, la organización de las operaciones, políticas adecuadas que garanticen la integridad del negocio y la aseguración de los fondos que fluyen a través de la plataforma. Además, y a diferencia de la dispensación, la plataforma debe cumplir con requisitos relativos al capital mínimo y la solvencia. También puede destacarse la introducción de una excepción a la prohibición de percibir comisión por la prestación de servicios de inversión distinto al del cliente, siempre que la plataforma se limite a recibir y transmitir órdenes, prohibición aplicable a las empresas de inversión²⁷⁸.

2) Protección de los inversores

La *AFM* impone ciertas condiciones a la dispensación a la luz de la protección de los inversores. Estas condiciones incluyen un límite de inversión para inversores consumidores a través de la misma plataforma, distinguiendo entre el *crowdfunding* de inversión y el de préstamos, a partir del año 2016 aumentados hasta 40.000 euros respectivamente 80.000 euros, un periodo de reflexión para inversores consumidores de 24 horas de forma de confirmación o cancelación activa por el inversor a elección de la plataforma, una prueba para inversores consumidores para evaluar si cuentan con los conocimientos y la experiencia necesaria para comprender los riesgos y determinar si invierten una parte responsable, a realizar por la plataforma anterior a la primera inversión a partir de 500 euros y anterior a cada siguiente inversión cada vez que se supere un importe invertido de 5.000 euros. Si la inversión no resulta ser responsable se lo advierte

²⁷⁷ Van Beusekom (2021), pp. 196 y 197, quien señala que se trata de requisitos relativamente laxos y generales, lo cual se ajustaba a los deseos de la *AFM* en aquel momento señalando que podrían quedar obsoletos en pocos años u obstaculizar innecesariamente el crecimiento del mercado. Ortolani *et al.* (2021), p. 11. Van Poelgeest (2017), pp. 123 y 124. Van Poelgeest (2016), pp. 100 y 101.

²⁷⁸ Van Poelgeest (2017), pp. 123 y 124. Van Poelgeest (2016), pp. 100 - 102.

al inversor y se le indica los riesgos sin que existe obligación de negarle. En efecto, así se establece una supervisión continua por el proveedor. Además se aplican obligaciones de información para las plataformas respecto a los proyectos ofrecidos a través de la plataforma y los resultados de las inversiones a través de la plataforma para que los inversores consumidores puedan tomar una decisión de inversión bien meditada. Así, las plataformas deben disponer de una política para evaluar los proyectos ofrecidos y clasificar el riesgo y asignar los rangos de los tipos de interés asociados. Además, deben advertir a los inversores consumidores sobre los riesgos asociados a la inversión. Por último, existen ciertas obligaciones de supervisión para que la *AFM* pueda controlar las actividades de la plataforma²⁷⁹.

3) *Servicios auxiliares; autorización adicional*

Depende de los servicios auxiliares que preste el proveedor de servicios de *crowdfunding*, puede necesitarse autorización adicional, por ejemplo, si se prestan servicios de pago que deben considerarse una actividad independiente²⁸⁰. Una autorización también puede resultar necesaria si la plataforma presta préstamos a consumidores. Para su obtención deben cumplirse ciertos requisitos especiales como la adhesión a códigos de conducta al otorgar crédito como prevenir el sobre crédito y la obtención de información sobre la situación financiera del consumidor. Además, la plataforma debe observar diversas normas publicitarias²⁸¹.

²⁷⁹ Van Beusekom (2021), pp. 196 y 197, quien destaca que si bien las condiciones están incluidas en un documento relativo al *crowdfunding* de préstamo, se utilizan las palabras ‘invertir’, ‘límite de inversión’ y ‘capital libremente invertible’. Ortolani *et al.* (2021), p. 11. Van Poelgeest (2017), pp. 123 y 124. Van Poelgeest (2016), pp. 101 - 103, quien indica que la *AFM* considera que una inversión es responsable si no supera el 10% de los activos de libre inversión y además señala que podría ser que sería ir demasiado lejos si el *crowdfunding* se convirtiera en una opción de inversión estándar en el futuro y además no parece encajar bien con la posición de una plataforma con exención que solo reúne a las partes y no proporciona asesoramiento.

²⁸⁰ Ortolani *et al.* (2021), p. 11, quien señala que el *DNB* ha publicado una interpretación en su sitio web que aclara cuando se considera así. Según esta interpretación, los proveedores de servicios de *crowdfunding* generalmente no requieren autorización como proveedores de servicios de pago. Otros ejemplos de autorización necesaria pueden darse cuando se gestiona un fondo de inversión alternativo (*alternative investment fund (AIF)*) o un organismo de inversión participativa en valores mobiliarios (*Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)*).

²⁸¹ Van Poelgeest (2017), pp. 123 y 124. Van Poelgeest (2016), pp. 100 - 102.

4) *Requisitos promotores*

Los promotores de proyectos también pueden enfrentarse a ciertas obligaciones regulatorias, dependiendo de la forma en que financien sus proyectos mediante *crowdfunding*, como la prohibición de captar fondos reembolsables del público comercialmente en el caso de *crowdfunding* de préstamo o los requisitos de folleto en el caso de *crowdfunding* de inversión.

En el caso de *crowdfunding* de préstamo, la regulación neerlandesa, desde su modificación en el año 2016, incluye una exención especial a la prohibición de captar fondos reembolsables del público comercialmente. Sin embargo, a la luz de la protección a los inversores y la supervisión del promotor, para que se aplica la exención, se exige que el promotor no se dedique a la recaudación de fondos reembolsables o que la recaudación de fondos reembolsables no se realiza con el objetivo de otorgar créditos, que los fondos reembolsables se recaudan a través de una plataforma con la dispensación mencionada anteriormente, y el importe total de los fondos reembolsables recaudados durante un periodo de 12 meses no supera los 2,5 millones de euros.

En el caso de *crowdfunding* de inversión, existe una exención de la obligación de publicar un folleto aprobado para las ofertas públicas de valores en las que la contraprestación total no supere los 2,5 millones de euros, aumentado hasta 5 millones de euros, durante un periodo de doce meses. La aplicación de esta exención requiere la notificación previa a la AFM y la presentación de un documento informativo anterior a la publicación de la oferta que exponga, entre otros, las características y los riesgos de los valores para que los inversores pueden tomar una decisión informada²⁸².

C. *Observaciones conclusivas*

Con la entrada en vigor de la LFFE, España era uno de los países pioneros en los que se implementó una regulación del *crowdfunding*²⁸³. Con esta norma, el legislador español ha tratado de perfilar los contornos de la actividad de estos intermediarios financieros delimitándola respecto a la actividad reservada a otros intermediarios²⁸⁴. En vista de los

²⁸² Ortolani *et al.* (2021), pp. 11 y 12. Van Poelgeest (2017), pp. 124 – 126. Van Poelgeest (2016), pp. 101 y 102.

²⁸³ Gil Moreno (2021), p. 20.

²⁸⁴ López Ortega (2021), p. 22.

diferentes modelos de *crowdfunding* existentes, la LFFE regula solo dos modalidades de ellas: la de préstamo y la de inversión²⁸⁵. La LFFE parte del concepto de la plataforma de financiación participativa refiriéndose a la persona jurídica que presta los servicios de financiación participativa a través de páginas web y otros medios electrónicos que, a tal efecto, organiza y gestiona, ocupando una posición intermediadora dentro de la relación triangular que el *crowdfunding* genera entre los promotores y los inversores²⁸⁶. Lejos de ofrecer un marco jurídico integral, la LFFE establece el régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa a las que se requieren unos requisitos de autorización y registro ante la CNMV²⁸⁷. De las normas contenidas en la LFFE podemos distinguir, en primer lugar, los servicios que, como contenido necesario de su actividad, necesariamente deben prestar estas plataformas concretado en la prestación del denominado servicio de financiación participativa; y, en segundo lugar, los servicios que, como contenido auxiliar a su actividad, pueden asumir voluntariamente²⁸⁸. Dado que uno de sus objetivos esenciales, es la protección de los inversores y, en especial, a los menos cualificados, la LFFE ha establecido un conjunto de medidas tendentes a mitigar y gestionar sus riesgos, en concreto, limitando el volumen que cada proyecto puede captar a través de una plataforma de financiación participativa y la inversión máxima que un inversor no acreditado puede realizar, así como estableciendo unas rigurosas obligaciones de información para que toda decisión de inversión haya podido ser debidamente razonada²⁸⁹. Los promotores serán responsables en última instancia frente a los inversores de la veracidad de la información proporcionada a la plataforma de financiación participativa²⁹⁰.

A diferencia de España donde se introdujo un nuevo régimen regulatorio, en los Países Bajos no existe un régimen específico para la financiación participativa, dejando las plataformas de financiación participativa sujetas al régimen general de supervisión financiera, concretamente ellas que se dedican al *crowdfunding* de préstamo o de inversión²⁹¹. Dependiendo de la estructura elegida, podrían aplicarse diversas

²⁸⁵ Villacorta Hernández (2023), pp. 166 y 167.

²⁸⁶ López Ortega (2021), p. 5.

²⁸⁷ Villacorta Hernández (2023), p. 169. Marcé Calzada (2022), pp. 1073 y 1076.

²⁸⁸ López Ortega (2021), pp. 19 - 21.

²⁸⁹ López Ortega (2021), p. 16. Hernández Sainz (2017), p. 139.

²⁹⁰ García (2016), p. 1.

²⁹¹ Ortolani *et al.* (2021), pp. 8 y 10.

disposiciones de la regulación de supervisión financiera como la prohibición de recaudar fondos del público en los Países Bajos o el requisito de autorización para proporcionar servicios de inversión²⁹² Teniendo en cuenta el crecimiento del *crowdfunding* y, en consecuencia, la participación de cada vez más particulares, sin embargo, con el objetivo, por un lado, de profesionalizar y estimular el mercado del *crowdfunding*, y, por otro, de proteger los intereses de los promotores de proyectos y los inversores, se incluyeron en el año 2016 nuevas normas en las diferentes regulaciones del régimen general de supervisión financiera, introduciendo un régimen de dispensaciones y exenciones específicas con respecto a las prohibiciones establecidas en el régimen general de supervisión financiera que pueden aplicarse a las diversas partes involucradas en el *crowdfunding*. Con estas nuevas normas se establece una variedad de requisitos para la obtención de la dispensación o exención necesaria incluyendo, entre otros, la protección de los inversores, como el suministro de información a los inversores, y la integridad de la plataforma²⁹³.

Si bien las legislaturas española y neerlandesa han optado por enfoques diferentes para la regulación del *crowdfunding* -la primera mediante legislación específica y la segunda mediante modificaciones a la legislación general vigente sobre la supervisión financiera-, ambas han buscado ofrecer un régimen sobre el *crowdfunding* a medida. Ambos regímenes muestran similitudes significativas en cuanto a sus principios y alcance. Con ambos enfoques se ha buscado el equilibrio entre el fomento del *crowdfunding* y la seguridad jurídica ofreciendo protección a los intereses de los promotores de proyectos y de los inversores dirigiéndose al *crowdfunding* financiero. Ambos enfoques cuentan con un conjunto de requisitos que las plataformas deben cumplir para el desarrollo de su actividad, con el objetivo de garantizar la integridad, idoneidad y solidez de sus operaciones. Sin embargo, cabe señalar que el régimen sobre el *crowdfunding* introducido en España a través de la LFFE parece ser más detallado, lo que puede beneficiar la seguridad jurídica de las partes. Sin embargo, esto no significa necesariamente que la protección de los intereses de los promotores y los inversores sea mejor. Si nos centramos en la protección de los inversores, la legislación neerlandesa sobre el *crowdfunding*, al

²⁹² Grundmann – van de Krol (2021), p. 1/10.

²⁹³ Ortolani *et al.* (2021), pp. 8 y 10. Van Beusekom (2021), pp. 195 - 197. Van Poelgeest (2017), p. 126. Van Poelgeest (2016), pp. 100 y 104.

igual que la legislación española, contiene disposiciones relativas a la información y las advertencias a los inversores, así como a las inversiones realizadas por los mismos. Si bien estas disposiciones no estipulan un importe máximo de inversión, sí introducen un período de reflexión y una prueba de conocimientos periódica incluso para importes relativamente bajos, estableciendo una supervisión continua por el proveedor. Además, podemos destacar el deber, establecido en la legislación neerlandesa, de las plataformas para disponer de una política para evaluar los proyectos ofrecidos y clasificar el riesgo y asignar los rangos de los tipos de interés asociados, al contrario a la legislación española. Más en general, una ley especial podría conducir a una individualización de la financiación a través del *crowdfunding*, si bien el *crowdfunding* también podría, y tal vez debería, considerarse dentro del amplio abanico de formas de financiación y las normas aplicables a ellas.

3.3 Regulación Europea; introducción del Reglamento (UE) 2020/1503

El 10 de noviembre de 2021 entró en vigor el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937 (en adelante: el Reglamento (UE) 2020/1503)²⁹⁴. El Reglamento (UE) 2020/1503 forma parte de la estrategia de la Unión Europea (UE) para las finanzas digitales llamada la *Digital Finance Package*, que se basa en el plan de acción *fintech* para la realización del plan de la Unión de Mercados de Capitales mediante el aprovechamiento de la digitalización en los mercados financieros²⁹⁵. El Reglamento (UE) 2020/1503 parte de la consideración de que el *crowdfunding* se ha convertido en una práctica consolidada para financiar las actividades empresariales²⁹⁶. Su objetivo era poner fin a las situaciones de inseguridad jurídica en el entorno de la UE debido a la existencia de diversos regímenes nacionales y garantizar un alto nivel de protección de los inversores²⁹⁷.

²⁹⁴ Publicado en: «DOUE» núm. 347, de 20 de octubre de 2020.

²⁹⁵ Wallinga (2021), pp. 351 y 352.

²⁹⁶ López Ortega (2021), p. 4.

²⁹⁷ Considerando 7 del Reglamento (UE) 2020/1503. Molina Martínez *et al.* (2024), pp. 83 y 84. Grundmann – van de Krol (2021), pp. 1/10 y 2/10. Fonticiella Hernández (2021), p. 63. El Reglamento (UE) 2020/1503 preveía un período transitorio que, tras haber sido prorrogado, finalizó el 10 de noviembre de 2023. Este período permitía a las plataformas constituidas con arreglo al régimen de un Estado miembro,

Como la LFFE, el Reglamento (UE) 2020/1503 también parte de la relación triangular que representan generalmente los servicios de financiación participativa y que se integra de la plataforma de *crowdfunding*, del promotor del proyecto y de los inversores. Según su definición en el Reglamento (UE) 2020/1503 tanto el promotor como el inversor pueden ser persona física o jurídica²⁹⁸.

A. Plataforma de crowdfunding en el Reglamento (UE) 2020/1503

Proveedor de servicios de financiación participativa: el Reglamento (UE) 2020/1503 introduce el concepto de lo que denomina «proveedor de servicios de financiación participativa» por el cual podemos entender toda persona jurídica, establecida en la UE que, debidamente autorizada, preste servicios de financiación participativa, que consisten en la conexión de los intereses de los inversores y de los promotores de proyectos en materia de financiación empresarial mediante un sistema de información basado en internet y públicamente accesible. A diferencia de la regulación española y neerlandesa, el Reglamento (UE) 2020/1503 distingue entre la propia plataforma y el proveedor de servicios de financiación participativa, reduciendo el concepto de plataforma al sistema de información en línea, de acceso público y gestionado por un proveedor de servicios de financiación participativa²⁹⁹.

Ámbito de aplicación: el Reglamento (UE) 2020/1503 no establece una delimitación negativa del concepto de proveedor de servicios de financiación participativa como en la LFFE, si bien, de la definición de servicios de financiación participativa recogida en el Reglamento (UE) 2020/1503 resulta clara la exclusión de formas de financiación que no persiguen la obtención de una remuneración dineraria estableciendo que la financiación

adaptar su actividad empresarial a lo establecido en el Reglamento (UE) 2020/1503 y obtener la autorización prevista en el mismo. Durante ese período transitorio, podrían seguir prestando los servicios de *crowdfunding* incluidos en el ámbito de aplicación del Reglamento (UE) 2020/1503, de conformidad con la normativa nacional aplicable; así Van Poelgeest (2021), pp. 7 – 10, Fonticiella Hernández (2021), p. 66 y López Ortega (2021), pp. 4 y 12, quien señala que del Considerando 77 se desprende que los proveedores de servicios de financiación participativa que no hayan obtenido la autorización conforme a sus disposiciones, a más tardar el 10 de noviembre de 2022 -termino prorrogado hasta el 10 de noviembre de 2023-, no deben emitir nuevas ofertas de financiación participativa después de dicha fecha.

²⁹⁸ Arts. 1.h) y 1.i) Reglamento (UE) 2020/1503. López Ortega (2021), pp. 15 y 16, quien señala que en la definición de inversor «Se omite el dato del ánimo de lucro perseguido por el inversor, que recoge expresamente el art. 46.1 LFFE, si bien se entiende implícito en el propio concepto de inversor».

²⁹⁹ Arts. 2.1.a), d) y e) y 3 Reglamento (UE) 2020/1503. Así también el Considerando 1 del Reglamento (UE) 2020/1503. Grundmann – van de Krol (2021), pp. 2/10 - 4/10. López Ortega (2021), pp. 5 y 6. Van Beusekom (2021), p. 198.

puede realizarse mediante préstamos o la colocación de valores negociables o de instrumentos admitidos para la financiación participativa. Así, se trata de empresas cuya actividad empresarial consiste en gestionar una plataforma electrónica que permita poner en contacto a promotores e inversores para atraer préstamos comerciales o emitir valores por los promotores. Por tanto, el ámbito de aplicación del Reglamento (UE) 2020/1503 abarca tanto el *crowdfunding* de préstamo como el de inversión³⁰⁰.

Además, el Reglamento (UE) 2020/1503 establece que no se aplica a los servicios de *crowdfunding* prestados a promotores de proyectos que sean consumidores en el sentido de la Directiva de Crédito al Consumidor, excepción que también se refleja en los objetivos del Reglamento (UE) 2020/1503, a saber, promover la financiación de las empresas. Otra excepción a su ámbito de aplicación consiste en que un mismo promotor a través de la plataforma puede recaudar una cantidad máxima de 5 millones de euros durante un periodo de 12 meses tanto a través de préstamos como la colocación de valores³⁰¹. Por lo que, tanto aquellas operaciones iniciadas por consumidores, como aquellas de gran escala y que requerían la publicación de un folleto, quedan excluidas del Reglamento (UE) 2020/1503³⁰².

Deber de autorización: el Reglamento (UE) 2020/1503 establece que toda persona jurídica que tenga intención de prestar servicios de financiación participativa debe solicitar a la autoridad competente del Estado miembro de origen, autorización para operar como proveedor de servicios de financiación participativa. En la evaluación se tendrá en cuenta la naturaleza, la escala y la complejidad de los servicios que se pretenden prestar. La posibilidad de rechazar la solicitud es formulada de manera

³⁰⁰ Art. 2.1.a) Reglamento (UE) 2020/1503. Grundmann – van de Krol (2021), pp. 2/10 y 3/10. López Ortega (2021), pp. 6 - 8. Van Poelgeest (2021), pp. 7 – 10, quien señala que se desprende de este concepto que estructuras donde el proveedor actúa como el acreedor del promotor, también quedan fuera del ámbito de aplicación del Reglamento (UE) 2020/1503 (Van Poelgeest (2021), pp. 11 y 12).

³⁰¹ Art. 1.2.a) y c) Reglamento (UE) 2020/1503. Considerando 8 del Reglamento (UE) 2020/1503. Grundmann – van de Krol (2021), p. 3/10. Van Poelgeest (2021), pp. 11, 12 y 19, quien también destaca el carácter comercial que deben tener los préstamos. Acerca de la última excepción destaca que, a través del artículo 46 del Reglamento (UE) 2020/1503, se ha creado una excepción del requisito de folleto establecido en el artículo 3 del Reglamento de Folleto, la cual se aplica por igual en los Estados miembros. Este límite para ser excluido de la obligación de folleto se ajusta a la excepción de obligación de folleto ya utilizada en muchos Estados miembros y se basa en la idea de que los inversores (potenciales) ya reciben la información suficiente en virtud de las obligaciones establecidas en el Reglamento (UE) 2020/1503.

³⁰² Fonticiella Hernández (2021), pp. 64 y 65, quien señala que así se regulan aquellas manifestaciones de *crowdfunding* que aparecen con mayor frecuencia.

amplia³⁰³. Con respecto a los requisitos para obtener esta autorización, el Reglamento (UE) 2020/1503 distingue entre los que serían los «requisitos necesarios» -incluyendo la información relevante del proveedor-³⁰⁴ y, dentro de ellos, los denominados «requisitos prudenciales»³⁰⁵. El Reglamento (UE) 2020/1503 establece asimismo un conjunto de menciones que han de acompañar a la solicitud de autorización, recogiendo algunas menciones no contempladas expresamente en los arts. 55 y 57 LFFE como la exigencia de que se acompañe una descripción de los riesgos operativos del futuro proveedor del servicio de financiación participativa o del plan de continuidad de las actividades del futuro proveedor del servicio de financiación participativa en caso de insolvencia. Con respecto a los requisitos prudenciales, se establece que los proveedores de servicios de financiación participativa han de contar en todo momento con «salvaguardias prudenciales» por un importe igual al mayor de los siguientes: a) 25.000 euros o b) la cuarta parte de los gastos fijos generales del ejercicio anterior. Estas salvaguardias prudenciales pueden consistir, bien en fondos propios, bien en una póliza de seguros o una garantía similar, bien en una combinación de ambas³⁰⁶. Este requisito de un capital mínimo constituye una carga adicional en comparación con la regulación neerlandesa³⁰⁷.

Una vez obtenido la autorización, los proveedores de servicios de financiación participativa también pueden prestar servicios de *crowdfunding* en otros Estados miembros sin autorización adicional. El «régimen de pasaporte» que se aplica a otras empresas financieras así se introduce como estándar para los proveedores de servicios de financiación participativa. Para tal efecto, el Reglamento (UE) 2020/1503 establece que los Estados miembros no deben imponer requisitos adicionales a los previstos en su

³⁰³ Art. 12 Reglamento (UE) 2020/1503. López Ortega (2021), p. 12. Van Poelgeest (2021), pp. 7 – 10. Fonticiella Hernández (2021), pp. 65 y 66. Del art. 12.8 del Reglamento (UE) 2020/1503 se desprende que puede denegarse la autorización si existen razones objetivas y demostrables para creer que el órgano de dirección del futuro proveedor de servicios de financiación participativa puede suponer una amenaza para su gestión eficaz, adecuada y prudente, la continuidad de sus actividades, así como para la debida consideración del interés de sus clientes y la integridad del mercado.

³⁰⁴ Art. 12 Reglamento (UE) 2020/1503. Como señala Van Poelgeest, a las partes que prestan servicios fuera del ámbito del Reglamento (UE) 2020/1503 se les aplica el régimen nacional (Van Poelgeest (2021), pp. 7 – 10) a la cual Grundmann – van de Krol añade que las autoridades supervisoras nacionales deben seguir velando por estas iniciativas (Grundmann – van de Krol (2021), p. 7/10). Fonticiella Hernández (2021), pp. 65 y 66.

³⁰⁵ Art. 11 Reglamento (UE) 2020/1503.

³⁰⁶ Art. 11 Reglamento (UE) 2020/1503. López Ortega (2021), pp. 12 y 13. Van Poelgeest (2021), p. 17. Fonticiella Hernández (2021), pp. 65 y 66.

³⁰⁷ Van Beusekom (2021), pp. 198 – 201.

articulado a aquellos proveedores de servicios de financiación participativa que hayan obtenido la autorización para operar conforme al Reglamento (UE) 2020/1503³⁰⁸.

Supervisión: la autoridad del Estado miembro en el que está establecido el proveedor de servicios de *crowdfunding* será competente para conocer y resolver las solicitudes de autorización y para supervisar el cumplimiento de las obligaciones previstas en el Reglamento (UE) 2020/1503 por parte de los proveedores de servicios de financiación participativa, pero se reserva a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) la llevanza del registro de proveedores de financiación participativa autorizados en el cual todos los proveedores de servicios de financiación participativa autorizados serán registrados. Este registro se pondrá a disposición pública en su sitio web³⁰⁹ y debe incluir una información relativa, entre otros, al proveedor de servicios de financiación participativa y sobre los servicios de financiación participativa que esté autorizado a prestar³¹⁰. Los proveedores de servicios de financiación participativa deben comunicar anualmente a la autoridad nacional competente, la lista de proyectos financiados a través de su plataforma de financiación participativa cual información las autoridades competentes, a su vez, deben trasladar a la AEVM³¹¹.

B. Promotor de proyectos en el Reglamento (UE) 2020/1503

Exigencias: con respecto a los promotores cuyos proyectos se ofrecen para ser financiados a través de la plataforma, el Reglamento (UE) 2020/1503 establece la obligación para los proveedores de servicios de financiación participativa de ejercer un nivel mínimo de diligencia respecto de ellos que se concreta en la exigencia de que los promotores carezcan de antecedentes penales por infracciones de normas nacionales en ámbitos del Derecho mercantil y otros relevantes, y que no estén establecidos en un país o territorio no cooperador, ni en un tercer país de alto riesgo conforme al artículo 9.2 de la Directiva (UE) 2015/849³¹².

³⁰⁸ Considerando 33 del Reglamento (UE) 2020/1503. López Ortega (2021), p. 13. Van Poelgeest (2021), pp. 7 – 10 y 22.

³⁰⁹ [ESMA Registers](#).

³¹⁰ Arts. 12, 15 y 17 Reglamento (UE) 2020/1503 y arts. 12.9, 14.1 y 14.2 del Reglamento (UE) 2020/1503. Grundmann – van de Krol (2021), p. 4/10. López Ortega (2021), p. 14. Van Poelgeest (2021), pp. 7 – 10. Fonticiella Hernández (2021), pp. 65 y 66.

³¹¹ Art. 16 Reglamento (UE) 2020/1503.

³¹² Art.5 Reglamento (UE) 2020/1503. López Ortega (2021), p. 15. Van Poelgeest (2021), p. 14.

Ficha de datos fundamentales de la inversión: sobre las plataformas de *crowdfunding* también recae un deber de información del proyecto presentado por el promotor que se basa en la idea de que los inversores pueden hacer una decisión consciente si están informados de manera correcta y completa. Este deber se concreta en el Reglamento (UE) 2020/1503 a través de la denominada «ficha de datos fundamentales de la inversión» que debe elaborar el promotor del proyecto para cada oferta de financiación participativa, de acuerdo con el anexo I del Reglamento (UE) 2020/1503, conteniendo información tanto del promotor como del proyecto de *crowdfunding*. Debe añadirse, en la ficha, una cláusula de exención de responsabilidad y una advertencia de riesgo definidas por el Reglamento (UE) 2020/1503. La ficha debe mantenerse vigente durante el período de la oferta. Como señala Van Beusekom, a diferencia de la regulación neerlandesa, estas obligaciones de información se aplican hacia todos los inversores potenciales y no tan solo los inexpertos³¹³.

C. Inversores en el Reglamento (UE) 2020/1503

Distinción experimentados y no experimentados: con respecto a los inversores, su protección es uno de los objetivos del Reglamento (UE) 2020/1503. En este contexto, el Reglamento (UE) 2020/1503 establece de forma general que los proveedores deben actuar de manera honesta, imparcial, profesional y de acuerdo con los mejores intereses de sus clientes (potenciales)³¹⁴. Más en concreto, el Reglamento (UE) 2020/1503 establece una distinción entre los inversores experimentados y los no experimentados e introduce distintos niveles de protección de los inversores, adecuados a cada una de esas categorías. Como señala López Ortega, no coinciden exactamente con las del Derecho español porque, si bien establecen básicamente unos mismos requisitos, difieren los niveles de exigencia establecidos por cada norma. Se considera inversor experimentado a los inversores profesionales en virtud de la Directiva 2014/65/UE (MiFID II), así como a aquellas personas físicas o jurídicas que cuenten con la aprobación del proveedor para

³¹³ Art. 23 Reglamento (UE) 2020/1503. López Ortega (2021), p. 16. Van Beusekom (2021), pp. 198 – 201, quien señala que el promotor debe hacer una declaración de responsabilidad sobre la información incluido esta ficha. Van Poelgeest (2021), pp. 18, 19, 23 y 24. Fonticiella Hernández (2021), pp. 68 – 71, quien señala que en el caso de prestación del servicio de gestión individualizada de carteras de préstamos, según el artículo 24 del Reglamento (UE) 2020/1503, el proveedor también debe suministrar al inversor también una ficha de datos fundamentales de la inversión a nivel de la plataforma.

³¹⁴ Art. 3.2 Reglamento (UE) 2020/1503. Grundmann – van de Krol (2021), p. 4/10. Van Poelgeest (2021), p. 13.

ser tratados como tales. A este fin, el Reglamento (UE) 2020/1503, en el Anexo II, recoge una definición de inversor experimentado y, a continuación, establece los requisitos que ha de reunir el inversor para ser calificado como inversor experimentado, distinguiendo entre requisitos de carácter económico (recursos propios, volumen de negocios y balance) según sea persona jurídica o de carácter económico y profesional (ingresos, cartera de instrumentos financieros, trabajo relacionado y operaciones relacionadas) según sea persona física. Se califica como inversor no experimentado a todo aquel que no pueda ser considerado como experimentado³¹⁵. Los inversores no experimentados reciben un tratamiento diferenciado por parte del Reglamento (UE) 2020/1503 al establecer una serie de medidas dirigidas a otorgarles un adecuado nivel de protección. Básicamente pueden distinguirse las siguientes medidas: la obligación de los proveedores de servicios de financiación participativa de llevar a cabo una prueba inicial de conocimiento y de solicitar una simulación de la capacidad para soportar pérdidas, el establecimiento de deberes de información más riguroso y el reconocimiento de un derecho de reflexión precontractual.

Prueba inicial de conocimiento: para asegurar que los inversores no experimentados conocen el nivel de riesgo de los proyectos, la prueba inicial de conocimiento permita evaluar si los servicios ofrecidos son adecuados para ellos. Si se considera que éstos carecen de conocimientos, se los informa de que los servicios ofrecidos en sus plataformas de financiación participativa pueden ser inadecuados para ellos y se les advierte del riesgo aunque no se les impide invertir. Los inversores no experimentados deberán reconocer expresamente que han recibido y comprendido la advertencia emitida por el proveedor de servicios de financiación participativa.

Suministro de información: por lo que respecta a la información que debe facilitarse, se exige que, además de la cláusula de exención de responsabilidad y la advertencia de riesgo incluidas en la ficha de datos fundamentales de la inversión a facilitar a los inversores potenciales, se les informa debidamente de que los valores negociables o los instrumentos admitidos para la financiación participativa adquiridos a través de su plataforma de financiación participativa no están cubiertos por el sistema de

³¹⁵ Art. 2.1 Reglamento (UE) 2020/1503. Anexo II del Reglamento (UE) 2020/1503. López Ortega (2021), p. 17. Fonticiella Hernández (2021), pp. 67 y 68.

indemnización de los inversores establecido conforme a la Directiva 97/9/CE o por el sistema de garantía de depósitos establecido conforme a la Directiva 2014/49/UE. . En el caso de que el inversor no experimentado acepte una oferta de financiación que suponga una inversión superior a 1.000 euros o al 5% del patrimonio neto del inversor (el más elevado), el proveedor de servicios de financiación participativa, antes de la aceptación por parte del inversor, debe enviarle una advertencia de los riesgos, exigirle que demuestre que entiende la inversión y sus riesgos y requerirle su consentimiento expreso.

Período de reflexión: el período de reflexión permite a los inversores no experimentados retractarse de una oferta de inversión o de una manifestación de interés en una oferta concreta de financiación participativa en cualquier momento, sin necesidad de justificación y sin que se le aplique una penalización. El derecho de período de reflexión debe recogerse en un lugar destacado del soporte y podrá ejercerse durante un período de cuatro días naturales -a diferencia de las 24 horas según la regulación neerlandesa- desde la emisión de su oferta o manifestación. En el caso de la gestión individualizada de carteras de préstamos, la cual discutiremos más adelante, este derecho sólo procede respecto al mandato de inversión inicial otorgado por el inversor no experimentado y no a las inversiones en préstamos específicos realizadas en el marco de dicho mandato. Como señala López Ortega, el Reglamento (UE) 2020/1503, al contrario a la regulación española, no establece límites a la inversión por parte de inversores no experimentados³¹⁶.

D. Gestión del crowdfunding en el Reglamento (UE) 2020/1503

Servicios necesarios: A diferencia de la LFFE, el Reglamento (UE) 2020/1503 no contiene una norma específica que describa los distintos servicios que pueden prestar los proveedores de servicios de financiación participativa, si bien éstos se deducen de su articulado y deben constarse en la solicitud de la autorización y en el registro de proveedores de servicios de financiación participativa. De la definición del concepto de servicio de financiación participativa y del proveedor de servicios de financiación participativa, pueden entenderse como los servicios necesarios, (i) la prestación del servicio de recibir, seleccionar y publicar los proyectos de financiación participativa y del

³¹⁶ Arts. 19, 21, 22 y 23 Reglamento (UE) 2020/1503. López Ortega (2021), pp. 17 y 18. Van Beusekom (2021), pp. 198 – 201. Van Poelgeest (2021), pp. 12 – 19. Fonticiella Hernández (2021), pp. 68 – 71.

servicio de contratación participativa; y (ii) el servicio de desarrollar, establecer y explotar canales de comunicación para facilitar la contratación participativa³¹⁷:

(i) *Selección de proyectos*: cabe destacar que el Reglamento (UE) 2020/1503 no establece el procedimiento de selección que los proveedores de servicios de financiación participativa deben implantar, si bien sí ofrece distintas pautas para llevar a cabo esta función. Además del deber de diligencia debida mencionado anteriormente, el Reglamento (UE) 2020/1503 establece que los proveedores de servicios de financiación participativa deben implementar una política para asegurar que los proyectos de sus plataformas se seleccionen de forma profesional, imparcial y transparente. El Reglamento (UE) 2020/1503 exige a las plataformas el establecimiento de sistemas y controles adecuados que permitan evaluar los riesgos del proyecto de financiación participativa propuesto a través de la plataforma y les obliga indicar, antes de darles acceso para invertir, si los proyectos ofrecidos son o no adecuados para los inversores no experimentados. En el caso de que establece el precio de la oferta, el proveedor debe realizar una evaluación razonable del riesgo crediticio, no tan solo en el momento de su oferta pero también cuando es probable que el promotor no cumple con sus obligaciones. Respecto a la publicación de los proyectos de financiación participativa, el Reglamento (UE) 2020/1503 exige que la información contenida en las comunicaciones publicitarias, como toda la información a proporcionarse a los inversores, debe ser imparcial, clara, no engañosa y, además, congruente con la información facilitada en la ficha de datos fundamentales de la inversión³¹⁸.

(ii) *Desarrollo de canales de comunicación*: con respecto a la segunda categoría de los servicios necesarios el Reglamento (UE) 2020/1503 dispone que, para prestar sus servicios, los proveedores de servicios de financiación participativa utilizan sistemas de información accesibles al público por internet, incluidos sistemas que requieren el registro del usuario³¹⁹. Además de su función como plataforma para reunir a las partes,

³¹⁷ Arts. 2.1, 12.2.d) y 14.2.d) Reglamento (UE) 2020/1503. López Ortega (2021), pp. 19 y 20.

³¹⁸ Considerando 18 del Reglamento (UE) 2020/1503. Arts. 4, 19, 21 y 27 Reglamento (UE) 2020/1503. López Ortega (2021), p. 20, quien señala que la LFFE no considera la última obligación como esencial sino como servicio auxiliar. Van Beusekom (2021), pp. 198 – 201. Van Poelgeest (2021), p. 15, quien señala que el proveedor debe llevar un registro para demostrar que y de qué manera se realizó la evaluación y que el precio es correcto y adecuado. Fonticiella Hernández (2021), pp. 68 – 71.

³¹⁹ Considerando 12 del Reglamento (UE) 2020/1503. López Ortega (2021), p. 21.

se permite gestionar un denominado «tablón de anuncios» en el que los clientes pueden publicar intenciones de compra y venta de préstamos, valores o acciones originalmente ofrecidos en su plataforma -sin que puede funcionar como sistema de emparejamiento interno que ejecute las órdenes de los clientes de forma multilateral³²⁰.

Servicios auxiliares: el Reglamento (UE) 2020/1503 prevé tres servicios opcionales que pueden prestar los proveedores de servicios de financiación participativa como servicios auxiliares: (i) servicios de custodia de activos de clientes; (ii) servicios de pago; y (iii) el servicio de gestión individualizada de carteras de préstamos. Cabe destacar que si la prestación de servicios de custodia de activos de clientes o de pago la asuma la plataforma, los proveedores de servicios de financiación participativa deben disponer de la autorización correspondiente conforme a lo dispuesto en las Directivas 2013/36/UE o 2014/65/UE respectivamente la Directiva 2015/2366/UE. Para el servicio de gestión individualizada de carteras de préstamos no se necesita autorización adicional pero se exige mandato recibido del inversor en el que se especificarán los términos de prestación del servicio³²¹. El hecho de que los proveedores de servicios de financiación participativa necesitan autorización adicional o deben contratar un proveedor de servicios de pago autorizado para facilitar los flujos de fondos, significa un carga adicional en comparación con el régimen neerlandés, que permite establecer fundaciones de fondos de terceros para el mismo³²². Además se necesita autorización adicional cuando se prestan otros servicios de inversión que no entran en la autorización de servicios de *crowdfunding*³²³.

Requisitos operativos: finalmente, cabe destacar que el Reglamento (UE) 2020/1503 establece algunos requisitos operativos, a veces adicionales o diferentes en comparación con la regulación española o neerlandesa, con el objetivo de ofrecer a los inversores oportunidades de inversión sobre una base neutral, como la prohibición de pagar o aceptar compensación, descuento o beneficio no monetario alguno con el fin de guiar inversores

³²⁰ Art. 25 Reglamento (UE) 2020/1503. Grundmann – van de Krol (2021), p. 6/10. Van Poelgeest (2021), pp. 7 – 10.

³²¹ Arts. 6 y 10 Reglamento (UE) 2020/1503. Grundmann – van de Krol (2021), p. 5/10. López Ortega (2021), pp. 6 y 21. Van Poelgeest (2021), pp. 7 – 10, 20 y 21.

³²² Van Beusekom (2021), pp. 198 – 201. Van Poelgeest (2021), pp. 20 y 21.

³²³ Considerando 9 del Reglamento (UE) 2020/1503. López Ortega (2021), p. 22. Van Poelgeest (2021), pp. 20 y 21.

a ofertas de *crowdfunding* específicas en su plataforma u otra plataforma, la prohibición de participar en las ofertas publicadas en su plataforma para evitar conflictos de intereses y la obligación de establecer y supervisar políticas y procedimientos oportunos a fin de garantizar una gestión eficaz y prudente, incluyendo la separación de responsabilidades, la continuidad del negocio y la prevención de conflictos de interés y teniendo en cuenta la promoción de la integridad del mercado y los intereses de los clientes. En este sentido el proveedor debe elaborar políticas y procedimientos para la gestión de quejas, conflictos de intereses y subcontratación. Asimismo, el Reglamento (UE) 2020/1503 establece que el proveedor no podrá aceptar como promotor de proyectos a aquellos de sus socios con una participación de 20% o más del capital social o de los derechos de voto, sus directivos o empleados y a personas vinculadas a ellos por autoridad. Esta prohibición no resulta tan rígida ya que se les puede aceptar como inversor siempre que publica tal admisión en su sitio web incluyendo la información sobre los proyectos pertinentes³²⁴.

E. Observaciones conclusivas

A partir del 10 de noviembre de 2021 se aplica un nuevo régimen regulatorio europeo al modelo de financiación participativa mediante el Reglamento (UE) 2020/1503. Con el Reglamento (UE) 2020/1503 se introduce una regulación homogénea de la financiación participativa a nivel comunitario. El Reglamento (UE) 2020/1503 regula la figura de los proveedores de servicios de financiación participativa e impone requisitos uniformes aplicables a los mismos, que se definen como intermediarios dedicados a reunir a promotores de proyectos e inversores a través de una plataforma en línea. El Reglamento (UE) 2020/1503 pretende ofrecer un régimen de pasaporte global con ánimo de facilitar la prestación transfronteriza de servicios de financiación participativa y evitar así la disparidad normativa existente entre los distintos Estados miembros, proporcionando seguridad jurídica y facilitando el acceso al capital para las empresas. Sin embargo, el Reglamento (UE) 2020/1503 no aspira a regular el fenómeno del *crowdfunding* en su totalidad, limitándose a establecer unas bases del *crowdfunding* financiero, además dejando fuera de su ámbito de aplicación aquellas operaciones iniciadas por

³²⁴ Arts. 3.3, 4, 7, 8 y 9 Reglamento (UE) 2020/1503. Van Beusekom (2021), pp. 198 – 201. Van Poelgeest (2021), pp. 13, 15 y 16. Fonticiella Hernández (2021), pp. 65 y 66.

consumidores y aquellas de gran escala y que requerían la publicación de folleto³²⁵. Destacan el establecimiento de una serie de requisitos proporcionados para la prestación de los servicios de financiación participativa, la gestión de los riesgos operativos y el establecimiento de una serie de previsiones que garantizan un elevado nivel de transparencia y protección de los inversores³²⁶. Se establece la reserva de la prestación de los servicios de financiación participativa en favor de proveedores autorizados. A los proveedores que deseen solicitar y mantener una autorización se les aplican diversos requisitos con respecto a la selección de proyectos y el debido cuidado; la gestión eficaz y prudente; la gestión de quejas, conflictos de intereses y subcontratación; salvaguardias prudenciales; y la información a proporcionar por el proveedor³²⁷. Del articulado del Reglamento (UE) 2020/1503 se deducen los distintos servicios que pueden prestar los proveedores de servicios de financiación participativa distinguiendo, de un lado, entre los servicios necesarios que deben prestar estas plataformas que se pueden describir como seleccionar y publicar los proyectos de los promotores y establecer y gestionar los canales de comunicación que faciliten la contratación de la financiación, y, de otro, los servicios que voluntariamente pueden asumir³²⁸. El Reglamento (UE) 2020/1503 se centra en gran medida en la protección de los inversores, en primer lugar mediante el suministro de información, como la obligación para los proveedores de financiación participativa de proporcionar una hoja de información esencial sobre la inversión. Además, distingue entre inversor experimentado y no experimentado estableciendo medidas dirigidas a otorgar un adecuado nivel de protección a los últimos como la realización de una prueba inicial de conocimientos sobre cuya base puede determinarse si los servicios son adecuados para ellos; el establecimiento de deberes de información más riguroso; y el

³²⁵ Rodríguez Martínez (2023), pp. 6, 7 y 26. Villacorta Hernández (2023), p. 167, quien señala que terminología de proveedor de servicios de financiación participativa no había sido utilizada legislativamente hasta ese momento; la LFFE utilizaba el término «plataforma de financiación participativa». Ortolani *et al.* (2021), p. 4. Van Beusekom (2021), p. 193. Fonticiella Hernández (2021), pp. 64 y 65, quien señala que así se regulan aquellas manifestaciones de *crowdfunding* que aparecen con mayor frecuencia.

³²⁶ Fonticiella Hernández (2021), p. 63. Van Beusekom (2021), pp. 202 y 203.

³²⁷ Van Beusekom (2021), pp. 202 y 203. Van Poelgeest (2021), pp. 12 – 19 y 25.

³²⁸ Art. 2.1 Reglamento (UE) 2020/1503. Marcé Calzada (2022), p. 1074. López Ortega (2021), pp. 8 – 11 y 19 - 21.

reconocimiento de un derecho de reflexión a favor de ellos y el suministro de una advertencia de riesgo³²⁹.

Al igual que el legislador español, el legislador europeo ha optado por una normativa propia sobre el *crowdfunding*. Tanto como el legislador español, el legislador europeo no ha establecido un marco jurídico integral del *crowdfunding*, sino ha creado una nueva categoría de intermediarios del mercado de la financiación buscando el equilibrio entre la seguridad jurídica y el fomento del *crowdfunding*. Desde la perspectiva de este último objetivo podemos destacar su contribución a la armonización del régimen jurídico para las plataformas del *crowdfunding*, introduciendo para ellas el régimen de pasaporte como estándar. Cabe preguntarse si la introducción del Reglamento (UE) 2020/1503 en todos los casos también contribuye a su otro objetivo, es decir, la seguridad jurídica. Observamos que algunos aspectos parecen estar menos regulados que en la LFFE. Mencionamos, como ejemplo, la falta de una clara delimitación del concepto de proveedor de servicios de financiación participativa y de una norma específica que describa los distintos servicios que pueden prestar los mismos. Observamos además que, partiendo del concepto del proveedor de servicios de financiación participativa, se han establecido una variedad de provisiones para el funcionamiento de la plataforma con el objetivo de garantizar una gestión eficaz y prudente basada en la neutralidad, de las que se desprende que, en ocasiones, se tuvieron en cuenta consideraciones diferentes a las que se consideraron con respecto a la promulgación de los regímenes nacionales iniciales, lo que, en su caso, puede llevar a una carga adicional. En este contexto, podemos destacar, en primer lugar, los requisitos para la obtención de la autorización necesaria para poder realizar la actividad de proveedor. Aquellos relacionados con el suministro de la información requerida conllevan una carga adicional en comparación con el régimen español, mientras que aquellos relacionados con los requisitos prudenciales conllevan una carga adicional en comparación con el régimen neerlandés. También podemos destacar las obligaciones de implementar una política de selección de proyectos y de establecer sistemas y controles para evaluar los riesgos de los mismos, y la prohibición de participar en ofertas publicadas en su plataforma, permitido bajo el régimen español inicial,

³²⁹ Arts. 2.1, 19 y ss. Reglamento (UE) 2020/1503. Villacorta Hernández (2023), p. 167. Wallinga (2021), pp. 351 y 352. López Ortega (2021), pp. 17 y 18.

suponiendo una carga adicional respecto al régimen español. De lo contrario, se supone una carga adicional en comparación con el régimen neerlandés que permite establecer fundaciones de fondos de terceros para el mismo, la obligación establecida de que los proveedores de servicios de financiación participativa requieren autorización adicional o deben contratar a un proveedor de servicios de pago autorizado para facilitar los flujos de fondos. Además de brindar seguridad jurídica, el objetivo del Reglamento (UE) 2020/1503 también es garantizar la protección de los inversores. En este contexto se realiza una contribución significativa al desarrollo de la información que debe suministrarse a los inversores, incluyendo la introducción de la «ficha de datos fundamentales de la inversión», suponiendo una carga adicional en comparación con los regímenes nacionales iniciales. Adicionalmente, se introduce una prueba de conocimientos y un período de reflexión, similar al régimen neerlandés, pero sin limitación en el importe de la inversión, conocido en el régimen español. En definitiva, podemos señalar que el Reglamento (UE) 2020/1503 conlleva un conjunto de ventajas e inconvenientes en comparación con los regímenes nacionales iniciales sobre el *crowdfunding*, si bien, además de la armonización del régimen para las plataformas de *crowdfunding*, parece también contribuir a la mejora de la protección del inversor.

3.4 Régimen jurídico nacional vigente; España y Países Bajos

A. España

El régimen de la UE del *crowdfunding*, establecido por el Reglamento (UE) 2020/1503, ha sido objeto de adaptación en España por la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas (en adelante: Ley 18/2022)³³⁰. En el artículo 15 de su Capítulo V se desarrolla el nuevo Título V de la LFFE, introduciendo un nuevo régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa, derogando por su artículo 14 el vigente Título V de la LFFE con efectos desde el 10 de noviembre de 2022. Como señala Rodríguez Martínez, la Ley 18/2022, en efecto, desarrolla dos vías. Por un lado, la reguladora, proponiendo una serie de medidas de mejora en el sector y la eliminación de obstáculos a la financiación participativa como alternativa, cumpliendo con el requisito de armonización impuesto por el Reglamento (UE) 2020/1503. Por otro,

³³⁰ Publicado en: «BOE» núm. 234, de 29/09/2022.

la incentivadora, introduciendo medidas que buscan favorecer el apoyo financiero al crecimiento empresarial³³¹.

Recordamos que el Reglamento (UE) 2020/1503 no se extiende a todas las formas de financiación participativa como las ofertas de financiación participativa con una cantidad superior a 5 millones de euros. Así, el legislador europeo distingue entre dos conjuntos de normas. Esta distinción fue materializada por el legislador español en su adaptación al Derecho nacional a través de la reforma de la LFFE operada por la Ley 18/2022. En consecuencia, se incorporó en el Título V de la LFFE el reconocimiento de un doble estatuto de las plataformas de financiación participativa para distinguir el régimen propio de las «plataformas armonizadas» (arts. 46 a 54 LFFE) frente al de las denominadas «plataformas no armonizadas» (art. 55 LFFE). Así, de un lado, se estableció un nuevo régimen jurídico de estas plataformas, con el fin de asegurar que las autorizadas en España puedan prestar sus servicios libremente en todo el territorio de la UE, conforme al Reglamento (UE) 2020/1503, y, de otro, se aseguró el control y supervisión de aquellas que quedan fuera del ámbito de aplicación del Reglamento (UE) 2020/1503 y evitar que estas plataformas se enfrenten a una situación de falta de seguridad jurídica y claridad (aunque podría tratarse de un régimen más restrictivo). Para aquellas plataformas no sometidas al ámbito de aplicación del Reglamento (UE) 2020/1503, la reforma operada por la Ley 18/2022 introduce la figura de las “plataformas no armonizadas”³³².

1) Plataformas no armonizadas

Con respecto a aquellas plataformas no armonizadas, la reforma introduce en dicho Título V de la LFFE una Sección 2.^a, bajo el título «Plataformas de financiación participativa no armonizadas por el derecho de la Unión Europea». Este nuevo régimen sobre plataformas no armonizadas es aplicable a aquellas plataformas que, aunque presten servicios de financiación participativa en España regulados por el Reglamento (UE) 2020/1503, no estén sujetas a dicho Reglamento por incurrir en las excepciones previstas en su artículo 1.2.a) o c), es decir, por prestar servicios de financiación participativa que se presten a promotores de proyectos que sean consumidores o por promover ofertas de financiación participativa cuyo importe sea superior a 5 millones de euros. Se establece que estas

³³¹ Rodríguez Martínez (2023), p. 19. Villacorta Hernández (2023), p. 169.

³³² Rodríguez Martínez (2023), pp. 10, 19 y 20.

plataformas quedarán sometidas íntegramente al régimen jurídico establecido en el Reglamento (UE) 2020/1503 y la LFFE. Sin embargo, este régimen conoce algunas limitaciones para estas plataformas: a) deben prestar exclusivamente los servicios de financiación participativa o promover exclusivamente ofertas de financiación participativa como mencionados anteriormente; b) no podrán prestar servicios de financiación participativa de forma transfronteriza conforme a lo dispuesto en el artículo 18 del Reglamento (UE) 2020/1503; c) deben ser autorizadas e inscritas en un registro específico llevado por la CNMV, la cual actuará como la autoridad nacional competente para desempeñar las funciones y obligaciones previstas en el Reglamento (UE) 2020/1503 respecto de la supervisión sobre estas entidades; d) deben manifestar expresamente su intención de someterse a dicho régimen jurídico; y e) les será de aplicación el régimen sancionador previsto en los artículos 53 y 54 de la LFFE³³³.

2) Plataformas armonizadas

Con respecto a aquellas plataformas armonizadas, reguladas en la Sección 1.^a de dicho Título V de la LFFE, de acuerdo con el período transitorio establecido en el Reglamento (UE) 2020/1503³³⁴, se recoge un procedimiento especial en la Ley 18/2022, que impone a los prestadores de servicios de financiación participativa autorizados de conformidad con la LFFE, la obligación de presentar ante la CNMV, como autoridad competente en el sentido del Reglamento (UE) 2020/1503, la documentación que justifique que cumplen con los requisitos establecidos para obtener la autorización necesaria según el Reglamento (UE) 2020/1503, para poder continuar prestando los servicios de financiación participativa incluidos en el ámbito de aplicación de dicho Reglamento a partir del 10 de noviembre de 2022³³⁵.

Reserva de actividad: de acuerdo con el articulado del Reglamento (UE) 2020/1503 se mantiene la reserva de la actividad de los servicios de financiación participativa en favor de intermediarios autorizados inicialmente establecido en el modelo previsto en la LFFE, si bien con una serie de modificaciones en su articulado como resultado de su adaptación al Reglamento (UE) 2020/1503. Así, la LFFE establece el requisito de autorización por

³³³ Art. 55 LFFE. Rodríguez Martínez (2023), pp. 19 y 20.

³³⁴ *Vid. supra* n. 297.

³³⁵ Disposición transitoria cuarta de la Ley 18/2022. Rodríguez Martínez (2023), p. 9.

la CNMV para que cualquier proveedor de servicios de financiación participativa pueda operar, y su obligación de inscripción en el registro correspondiente de la CNMV. Dicha inscripción en el registro se practicará una vez otorgada la preceptiva autorización y tras su constitución e inscripción en el registro público que corresponda según su naturaleza³³⁶. Tras la reforma de la LFFE, operada por la Ley 18/2022, también se designa a la CNMV como autoridad nacional competente de conformidad con el artículo 29 del Reglamento (UE) 2020/1503, para la supervisión e inspección de los proveedores de servicios de financiación participativa, asumiendo así las funciones y obligaciones previstas en el Reglamento (UE) 2020/1503³³⁷.

Ficha de datos fundamentales de la inversión: de acuerdo con el artículo 23 del Reglamento (UE) 2020/1503, se incorpora mediante su reforma en la LFFE, el deber de los proveedores de servicios de financiación participativa de facilitar a los inversores potenciales, experimentados o no, la denominada ficha de datos fundamentales de la inversión introducido por el Reglamento (UE) 2020/1503 como medida de protección a los inversores. De acuerdo con el articulado del Reglamento (UE) 2020/1503, se establece que la responsabilidad por la información que figura en dicha ficha, recaerá en el promotor del proyecto o en sus órganos de administración, dirección o supervisión, debiendo identificarse las personas responsables claramente en la ficha. En ciertas situaciones se contempla expresamente la responsabilidad civil sobre las mismas³³⁸. De misma manera se incorpora en la LFFE, el deber de facilitar una ficha de datos fundamentales de la inversión a nivel de la plataforma, introducido por el Reglamento (UE) 2020/1503 en relación con la prestación del servicio de gestión individualizada de carteras de préstamo en el entendido de que la responsabilidad por la información contenida en la ficha recaerá en el proveedor de servicios de financiación participativa³³⁹.

Régimen sancionador: tras la reforma de la LFFE, operada por la Ley 18/2022, se recogen las diferentes obligaciones introducidas por el Reglamento (UE) 2020/1503 en aras a los

³³⁶ Art. 47 y 48 LFFE. Rodríguez Martínez (2023), p. 11.

³³⁷ Art. 49 LFFE. Rodríguez Martínez (2023), p. 19, quien señala a la obligación de colaboración impuesta al Banco de España por el artículo 50 de la LFFE tras la reforma, que deberá, en el caso de proyectos consistentes en la solicitud de préstamos, facilitar a la CNMV la información y prestar la cooperación y asistencia necesaria dentro de sus competencias.

³³⁸ Art. 51 LFFE. Rodríguez Martínez (2023), p. 16.

³³⁹ Art. 52 LFFE. Rodríguez Martínez (2023), pp. 16 y 17.

requisitos para la prestación de servicios de financiación participativa, la organización de los proveedores de servicios de financiación participativa, la explotación de plataformas de financiación participativa y la debida transparencia en relación con esta prestación, elaborados en el Reglamento (UE) 2020/1503, tipificando tan solo su incumplimiento como infracción en el Derecho español³⁴⁰.

3) *Aspecto novedoso; agrupación de inversores*

Como aspecto novedoso y más allá de la adaptación a la regulación europea, la LFFE a través de la reforma, introduciendo una Sección 3.^a en dicho Título V bajo el título «Agrupación de inversores», establece que las plataformas de financiación participativa pueden agrupar a los inversores a través de diferentes mecanismos. Respecto a estos mecanismos se distinguen tres clases en función de la forma en que se agrupan los inversores: a) sociedades de responsabilidad limitada, cuyo objeto social y única actividad consista en ser tenedora de las participaciones de la empresa en que se invierte o en la concesión de préstamos a dicha empresa; b) entidades sujetas a la supervisión de la CNMV, del BdE o de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP), y c) otras figuras que se utilicen habitualmente para estos fines en otros Estados miembros de la UE. Cabe destacar que esta prerrogativa corresponde únicamente a las plataformas de financiación participativa autorizadas, lo que significa que tanto las armonizadas como las no armonizadas, podrán optar por agrupar o no a sus inversores³⁴¹.

B. Países Bajos

En los Países Bajos se implementaron varios aspectos del régimen europeo sobre los proveedores de servicios de financiación participativa establecido por el Reglamento (UE) 2020/1503 a través del Decreto de Transposición del Reglamento (UE) 2020/1503 relativo a los proveedores de servicios de financiación colectiva europeos para empresas de 14 de octubre de 2021 (*Uitvoeringsbesluit verordening Europese crowdfundingdienstverleners voor bedrijven*) (en adelante: el Decreto). El Decreto, en efecto, regula tres aspectos relacionados con el Reglamento (UE) 2020/1503. En primer

³⁴⁰ Art. 53.1 LFFE. Rodríguez Martínez (2023), p. 17.

³⁴¹ Art. 56 LFFE. Rodríguez Martínez (2023), pp. 20 y 21, quien señala que aunque la normativa vigente no prohibía esta posibilidad, lo cierto es que en la práctica no había tenido acogida, toda vez que su reconocimiento expreso permite asimilar el ordenamiento jurídico español al de otros países. Villacorta Hernández (2023), p. 169.

lugar, se designa a la autoridad competente según lo dispuesto en el Reglamento (UE) 2020/1503. En segundo lugar, se derogan las normas nacionales en la medida en que son aplicables a las plataformas de financiación participativa. Y finalmente, se establece que los proveedores de servicios de financiación participativa a los que se refiere el Reglamento (UE) 2020/1503, quedan sujetos al sistema nacional de financiación de la supervisión continua. Detrás de este método de implementación se encuentra la premisa del legislador neerlandés de que el Reglamento (UE) 2020/1503 tiene efecto directo y no requiere transposición a la legislación neerlandesa y, por tanto, tan solo aborda algunos aspectos de implementación³⁴².

1) Autoridad nacional competente

En cuanto al primer aspecto, se designa a la *AFM* como autoridad nacional competente de conformidad con el Reglamento (UE) 2020/1503 para la concesión de autorizaciones a y la supervisión e inspección de los proveedores de servicios de financiación participativa, con excepción de los requisitos establecidos en su artículo 11. Respecto a ellos, que se refieren a las salvaguardias prudenciales para los proveedores de servicios de financiación participativa, se designa al *DNB* como autoridad nacional competente. Dado que la *AFM* ya ejerce supervisión sobre las plataformas de financiación participativa y el Reglamento (UE) 2020/1503 establece normas para la organización de los proveedores de servicios de financiación participativa y para la protección de los inversores, resulta evidente designar a la *AFM* como supervisor principal. De conformidad con la práctica neerlandesa contemplando un supervisor de conducta y un supervisor prudencial, el *DNB* será responsable de la supervisión prudencial de los proveedores de servicios de financiación participativa. A tal efecto, se modifica el Decreto sobre la transposición de los Reglamentos de la Unión Europea sobre los Mercados Financieros (*Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten, BuEU*), haciendo la *AFM* y el *DNB* responsables del desempeño de las funciones y obligaciones establecidas en el Reglamento (UE) 2020/1503 poniendo a su disposición un marco sancionador³⁴³.

³⁴² Memorándum explicativo del Decreto, pp. 9 y 11.

³⁴³ Art. I Decreto. Memorándum explicativo del Decreto, pp. 9 y 10.

2) Derogación normas nacionales

En cuanto al segundo aspecto, se refiere a la regulación nacional sobre la financiación participativa existente. Según esta regulación, se distinguen dos modalidades de financiación participativa sujetas a la supervisión de la AFM: la financiación a través de plataformas mediante préstamos, y la financiación a través de plataformas mediante la emisión de valores. Recordamos que acerca de la primera modalidad, de acuerdo con la regulación nacional existente, se requiere dispensación por la cual se han establecido requisitos adicionales en materia de integridad y control de las operaciones recogidos en el Decreto de Supervisión de la conducta de las Entidades Financieras en virtud de la Ley de Supervisión Financiera (*Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft, BGfo Wft*). Ahora que estas plataformas de financiación participativa se incluyen en el ámbito de aplicación del Reglamento (UE) 2020/1503 que regula sus operaciones, ya no resulta necesario ni está permitido por la legislación europea mantener la regulación nacional existente. En consecuencia, se derogan las disposiciones pertinentes del *BGfo Wft*. Acerca de la segunda modalidad hemos visto que, de acuerdo con la regulación nacional existente, se requiere autorización. Para eliminar obstáculos innecesarios, se estableció una excepción en el *BGfo Wft* de la prohibición de comisiones para las empresas de inversión en beneficio de las plataformas de financiación participativa. Ahora que estas plataformas ya no se registrarán por las normas derivadas de la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros de 2014 por estar sujetas al Reglamento (UE) 2020/1503, y por tanto la prohibición de comisiones para las empresas de inversión dejará de aplicarse a estas plataformas, se puede derogar esta excepción³⁴⁴.

3) Sujeción sistema nacional de financiación de la supervisión

En cuanto al tercero aspecto, se refiere a la financiación de la supervisión financiera. Los proveedores de servicios de financiación participativa a los que se refiere el Reglamento (UE) 2020/1503, al igual que otras entidades sujetas a la supervisión financiera, se integrarán en el sistema de su financiación. Con este fin, se modifica el Decreto de Supervisión Financiera de 2019 (*Besluit bekostiging financieel toezicht 2019*), permitiendo a la AFM cobrar una tasa relacionada con los ingresos por los costes

³⁴⁴ Art. II Decreto. Memorandum explicativo del Decreto, pp. 9 y 10.

incurridos en el marco de la supervisión continua de los proveedores de servicios de financiación participativa³⁴⁵.

El Decreto entró en vigor el 10 de noviembre de 2021, salvo su parte que deroga las disposiciones nacionales pertinentes del *BGfo Wft*, que entró en vigor una vez se finalizó el período transitorio previsto en el Reglamento (UE) 2020/1503³⁴⁶. Ahora que durante dicho período, los proveedores de servicios de financiación participativa autorizados conforme a la regulación nacional podrán continuar su actividad conforme el Reglamento (UE) 2020/1503, se considera conveniente que la regulación nacional vigente se mantenga en vigor en la medida de lo posible durante el período transitorio para evitar lagunas en la supervisión³⁴⁷.

C. Observaciones conclusivas

Tras la publicación de la Ley 18/2022, el legislador español ha adoptado la regulación sectorial del modelo de financiación participativa, establecido en la LFFE, a la prevista por el Reglamento (UE) 2020/1503, donde no solo cumple el mandato de la UE para actualizar la regulación específica de las plataformas de financiación participativa, sino que también lo utiliza como instrumento para adoptar medidas que flexibilizan y permiten expandir el desarrollo de la financiación participativa en España. En el primer sentido, a través de esta nueva ley se intenta armonizar el régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa con el Derecho de la UE y se determinan las instituciones y organismos competentes para regular dichos asuntos. Así, se designa a la CNMV como la autoridad nacional competente para la autorización, supervisión e inspección de los proveedores de servicios de financiación participativa, se incorpora el deber de los proveedores de servicios de financiación participativa de facilitar a los inversores potenciales la denominada ficha de datos fundamentales de la inversión y se recogen las diferentes obligaciones introducidas por el Reglamento (UE) 2020/1503 tipificando tan solo su incumplimiento como infracción en el Derecho español³⁴⁸. En el último sentido, la reforma española, por un lado, establece y desarrolla el régimen de las denominadas “plataformas no armonizadas”, frente a las “plataformas armonizadas” por

³⁴⁵ Art. III Decreto. Memorándum explicativo del Decreto, p. 10.

³⁴⁶ *Vid. supra* n. 297.

³⁴⁷ Art. IV Decreto. Memorándum explicativo del Decreto, p. 10.

³⁴⁸ Molina Martínez (2024), p. 84.

el Reglamento (UE) 2020/1503. Por otro lado, reconoce expresamente a las plataformas de financiación participativa la facultad de agrupar a los inversores a través de diferentes mecanismos, destacando, la agrupación en sociedades de responsabilidad limitada y permitiendo asimilar el ordenamiento jurídico español al de otros países³⁴⁹.

En los Países Bajos se adoptó el régimen general de supervisión financiera al Reglamento (UE) 2020/1503 tras el Decreto. Para esta adopción, el legislador parte de la premisa de que el Reglamento (UE) 2020/1503 tiene efecto directo y, por tanto no requiere transposición a la legislación neerlandesa. A tal efecto, el Decreto tan solo aborda tres aspectos de implementación relacionados con el Reglamento (UE) 2020/1503. En primer lugar, se designa a la *AFM* como autoridad nacional competente principal de acuerdo con el Reglamento (UE) 2020/1503, reservando la supervisión en materia prudencial al *DNB*. En segundo lugar, se derogan las normas nacionales en la medida en que son aplicables a las plataformas de financiación participativa que entran dentro del ámbito de aplicación del Reglamento (UE) 2020/1503. Y finalmente, se establece que los proveedores de servicios de financiación participativa a los que se refiere el Reglamento (UE) 2020/1503, quedan sujetos al sistema nacional de financiación de la supervisión continua. El Decreto entró en vigor el 10 de noviembre de 2012, al mismo momento que el Reglamento (UE) 2020/1503, salvo su parte relacionada a la derogación de las normas nacionales aplicables a las plataformas de financiación participativa, que entró en vigor una vez se finalizó el período transitorio previsto en el Reglamento (UE) 2020/1503³⁵⁰.

Al incorporar el Reglamento (UE) 2020/1503 a la legislación nacional, los legisladores español y neerlandés procedieron de la misma manera que en la introducción del marco jurídico inicial sobre el *crowdfunding*. Esto significa que el legislador español mantuvo la ley específica que había promulgado para regular el *crowdfunding*, adaptándola al Reglamento (UE) 2020/1503. El legislador neerlandés, por su parte, se limitó nuevamente a realizar ajustes a la legislación vigente en materia de supervisión de los mercados financieros. En la práctica, esta diferencia de enfoque no tiene por qué conllevar una diferencia sustancial, ya que en ambos casos el marco jurídico sustantivo para las plataformas de *crowdfunding* se basa en el Reglamento (UE) 2020/1503. En esencia, se

³⁴⁹ Rodríguez Martínez (2023), p. 26.

³⁵⁰ Arts. I a IV Decreto. Memorándum explicativo del Decreto, pp. 9 - 11. *Vid. supra* n. 297.

trata de que los temas que requieren mayor desarrollo en la legislación nacional de conformidad con el Reglamento (UE) 2020/1503, han sido agrupados por el legislador español en una ley específica, la LFFE, a contrario del legislador neerlandés que los ha incorporado haciendo ajustes en la legislación general sobre la supervisión financiera. Sin embargo, el legislador español ha aprovechado la oportunidad para crear también un marco para las plataformas que prestan servicios de *crowdfunding*, a las que se aplican las excepciones del Reglamento (UE) 2020/1503. Este conjunto ciertamente puede contribuir a una mayor claridad en el sector del *crowdfunding* financiero y asegurar que el mismo somete al mismo mecanismo de control y supervisión. En el caso de los Países Bajos, la situación es diferente debido a la elección del legislador neerlandés. Como consideramos con respecto a la legislación nacional inicial, el enfoque del legislador neerlandés hace posible considerar el *crowdfunding* dentro del amplio abanico de formas de financiación y las normas aplicables a ellas. Sin embargo, conlleva que, en función de las actividades que se vayan a realizar, debe determinarse qué marco específico de la legislación vigente para la supervisión de los mercados financieros se aplica. Del señalado despegue del *crowdfunding* en los Países Bajos antes de la introducción del Reglamento (UE) 2020/1503, puede desprenderse que esto no tiene por qué ser necesariamente desventajoso. Sin embargo, cabe señalar que la introducción del Reglamento (UE) 2020/1503 sí ha dado lugar a una forma de fragmentación en la legislación neerlandesa. Además, parece que el legislador neerlandés solo ha implementado los ajustes más necesarios a la legislación vigente en materia de supervisión financiera, como la designación de la autoridad nacional competente y el establecimiento de un marco de sanciones. La cuestión es si esto aborda suficientemente los temas que requieren mayor desarrollo en la legislación nacional de conformidad con el Reglamento (UE) 2020/1503, como en lo que respecta a la ficha de datos fundamentales de la inversión -aspecto sí regulado por el legislador español-, lo que podría generar ambigüedad y, por consiguiente, inseguridad jurídica.

4. CROWDFUNDING INMOBILIARIO

4.1 Contexto de la financiación inmobiliaria

Como señala Goñi Rodríguez de Almeida, el mercado inmobiliario suele ser un importante factor en el desarrollo económico de un país, pues engloba una serie de sectores, como el de la construcción y el financiero, con un peso elevado en cualquier economía. La importancia de las operaciones inmobiliarias proviene del alto valor de los bienes involucrados, su reconocibilidad en el tráfico, la variedad de formas de obtener rentabilidad del inmueble, y la función personal, familiar y social que muchos de ellos desempeñan. Como sector fundamental en la economía, el sector inmobiliario necesita vías de financiación solventes para poder seguir desarrollándose, convirtiendo al mercado inmobiliario en un importante destino de la inversión³⁵¹.

A. Financiación inmobiliaria

A continuación explicaremos brevemente las fuentes de financiación inmobiliaria, distinguiendo entre las tradicionales que comprenden las clásicas y las más recientes; y las más innovadoras que es donde encontraremos el *crowdfunding* inmobiliario.

1) Fuentes tradicionales

Fórmulas clásicas: como fuentes tradicionales de financiación inmobiliaria podemos distinguir, en primer lugar, el préstamo garantizado con «hipoteca». Se trata de una fuente de financiación bancaria, externa, en virtud de la cual la entidad financiera concede un préstamo garantizado con un derecho real de hipoteca sobre el bien inmueble que se pretende adquirir, construir, promover, rehabilitar o alquilar. Por la seguridad que otorga la garantía hipotecaria al acreedor en el cobro de los capitales prestados, se ha considerado la principal fuente de financiación inmobiliaria. No tan solo para particulares sino también para empresas inmobiliarias, utilizando el denominado «préstamo promotor». Se trata de un préstamo -también garantizado con hipoteca- que se otorga solo a promotores -personas jurídicas, cuya actividad principal es la construcción y promoción-, cuyo importe se calcula sobre un porcentaje del valor del proyecto, una vez terminada la obra.

³⁵¹ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 316 y 317, quien destaca que en España por ejemplo el sector de la construcción ha representado históricamente entre el 7 y 10 % del valor añadido bruto (VAB) total y entre el 7 y 13 por ciento del empleo.

Su concesión depende de la viabilidad del proyecto, con preventas reales, perjudicando al promotor que debe iniciar por su cuenta la obra y, por tanto, debe adelantar fondos. En segundo lugar, podemos distinguir el *leasing* y el *lease-back* inmobiliario. Se trata de arrendamientos financieros tradicionales aplicados a los inmuebles. Son sistemas de financiación externos, y pueden ser bancarios o no, según la entidad que les ofrezca. En el *leasing*, la empresa inmobiliaria alquila el inmueble a la empresa de *leasing* con opción de compra, es decir, al final del plazo establecido puede devolver el inmueble, o adquirirlo por un precio residual. La empresa inmobiliaria tiene el uso, posesión y facultades de explotación del inmueble arrendado, a cambio del pago de la renta. En el *lease-back*, la empresa inmobiliaria vende el inmueble a una entidad financiera, que se lo alquila durante un período de tiempo para su uso y explotación, recibiendo así el arrendatario financiación que va devolviendo a través de la renta. Al final del período de alquiler, el arrendatario puede adquirir de nuevo el inmueble. En tercer lugar, puede distinguirse el «préstamo sindicado». Se trata de un sistema de financiación externo, bancario, en virtud del cual, debido al elevado valor de las operaciones inmobiliarias y el mayor riesgo que suponen, entran varios bancos prestamistas en dicha operación, uno de ellos actuando como entidad financiera inicial o agente, y los otros que se unen al préstamo. Por último, pueden distinguirse otros mecanismos clásicos de financiación inmobiliaria externa como la ampliación de capital, con suscripción de acciones o participaciones o la emisión de obligaciones, posibilitando la entrada de mayor capital a la empresa³⁵².

Fórmulas recientes: como fórmulas más recientes para financiar operaciones inmobiliarias, podemos distinguir, en primer lugar, la «póliza de crédito», otro método de financiación externa y bancaria, donde, a diferencia del préstamo en que se entrega una cantidad al deudor, que debe devolverse en su integridad al acabar el plazo establecido, se pone a su disposición un límite en cuenta corriente, del cual puede disponer de las cantidades que necesite a su voluntad, devengando únicamente intereses por las cantidades dispuestas y solo habrá que devolver aquello de lo que se haya dispuesto. En

³⁵² Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 318 - 320. Con respecto al préstamo garantizado con hipoteca, Goñi Rodríguez de Almeida señala que «en los últimos años, la hipoteca ha sufrido un cambio importante, perdiendo parte de su efectividad, debido a la existencia de múltiples -y cada vez más- cláusulas abusivas en el contrato de préstamo hipotecario, contratado por un particular (consumidor), que conducen a la nulidad de la cláusula y el sobreseimiento del procedimiento de ejecución en muchos casos» (Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 319).

segundo lugar, puede distinguirse el *project finance*, una modalidad de financiación, externa y bancaria, para la financiación de grandes proyectos, a largo plazo, en virtud de la cual, la empresa inmobiliaria que busca financiación, constituye una nueva sociedad *ad hoc* encargada de la realización y gestión del proyecto, de forma que ese proyecto y esa nueva sociedad son los únicos que responden del préstamo concedido. En tercer lugar, pueden distinguirse las Sociedades anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (en adelante: SOCIMI), un sistema de financiación interno, no bancario, y de reciente aparición en el panorama español. Se trata de sociedades de inversión inmobiliaria que cotizan en bolsa, y cuya actividad es la promoción inmobiliaria para el arrendamiento. Por último, podemos distinguir los Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII), instrumentos de inversión colectiva, donde se invierte en la adquisición de activos inmobiliarios para su arrendamiento³⁵³.

2) Fuentes innovadoras

En los últimos años han surgido nuevas formas de financiación innovadoras, que, fuera de la rígida regulación financiera y a veces con mayor riesgo, ofrecen vías alternativas a esas empresas o personas que no pueden acceder fácilmente a las fuentes mencionadas anteriormente. Entre ellas, destacan las figuras de los *business angels*, donde personas físicas invierten su dinero en una empresa emergente a cambio de participación en la misma; el *venture capital*, donde fondos de inversiones invierten en *startups* a cambio de participación en capital; la financiación *mezzanine*, que consiste en un sistema híbrido de financiación entre la deuda y la inversión de capital, mediante deuda subordinada y a largo plazo; y, por supuesto, el *crowdfunding*³⁵⁴, surgido del entorno colaborativo, donde, a través de las plataformas intermediarias, es posible conseguir financiación de una forma nueva y diferente a las tradicionales, y que, hace algunos años también se está

³⁵³ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 321 y 322. Las SOCIMI están reguladas en la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, reformada por la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica. Los FII se rigen bajo la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC) y el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

³⁵⁴ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 322.

desarrollando con fuerza en materia de financiación de proyectos inmobiliarios, dando lugar al específico *crowdfunding* inmobiliario³⁵⁵.

4.2 Origen y evolución del *crowdfunding* inmobiliario

A. Aparición del *crowdfunding* en el mercado inmobiliario

Al igual que otras modalidades del *crowdfunding*, el *crowdfunding* inmobiliario surgió inicialmente en Estados Unidos, gracias a la aprobación en 2012 de la *Jobs Act*, mencionada anteriormente, para ayudar a las pequeñas y medianas empresas a encontrar financiación. Tras el desarrollo de esta ley, se generó un marco adecuado para el desarrollo del *crowdfunding* inmobiliario estadounidense³⁵⁶. Desde los Estados Unidos el *crowdfunding* inmobiliario se ha extendido a Europa e Hispanoamérica con cierto éxito³⁵⁷. El desarrollo del *crowdfunding* inmobiliario está ligado con la evolución en el mercado inmobiliario. Como punto de inflexión, al igual que con el *crowdfunding* en general, puede señalarse la crisis financiera del año 2008 causado por la mayor expansión del mercado inmobiliario dando lugar a la creación de burbuja inmobiliaria. Su posterior estallido llevó a una serie de consecuencias como la gran restricción financiera que se le impuso a las entidades financieras a pesar de la necesidad de financiación por parte de las constructoras y empresas promotoras de proyectos inmobiliarios. Así, aparecieron diferentes formas de inversión alternativas a las entidades de gestión bancaria basadas en el *crowdfunding*³⁵⁸.

Aunque ha tardado algo más, el *crowdfunding* también ha hecho su aparición en el mercado inmobiliario español, surgiendo plataformas especializadas en inversiones en este sector que se publicitaban como una nueva fuente de financiación para promotores y constructores y un nuevo nicho de inversión accesible para cualquier interesado, brindando la oportunidad, frente a otras alternativas como la participación en los SOCIMI o los FII, de invertir directamente en concretos proyectos inmobiliarios elegidos por el inversor mismo³⁵⁹. En este contexto, las plataformas de *crowdfunding* ofrecían nuevas oportunidades de inversión en vivienda y otros activos inmobiliarios, al poner en contacto

³⁵⁵ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 326 y 336.

³⁵⁶ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 338. Hernández Sainz (2017), p. 128. García (2016), p. 1.

³⁵⁷ Hernández Sainz (2017), p. 128.

³⁵⁸ Molina Martínez *et al.* (2024), pp. 75, 84 y 85.

³⁵⁹ Hernández Sainz (2017), p. 128.

a un gran número de pequeños inversores que, aunando esfuerzos, podían acometer grandes desembolsos. Así, estas plataformas permitían a superar las barreras naturales de entrada para individuos y pymes en el mercado inmobiliario y, por la reducida inversión mínima para participar en un proyecto, diversificar inversiones, reduciendo el riesgo global de la cartera de los inversores³⁶⁰. En España, el *crowdfunding* inmobiliario surgió en 2015 con la plataforma destinada a tal efecto, *Housers*³⁶¹, a la que han seguido otras, conduciendo a un fuerte crecimiento en los años siguientes. En el año 2017 ya existían cerca de una decena de plataformas *online* que publicitaban proyectos de *crowdfunding* para inversiones en el sector inmobiliario, atrayendo una porción relevante de las inversiones participativas de España. Como señala Goñi Rodríguez de Almeida, la mayoría de las plataformas de *crowdfunding* inmobiliario se dedica al *crowdfunding* financiero e indirecto, es decir el *crowdfunding* de préstamo y el de inversión, de los cuales el último es el más utilizado en la práctica³⁶².

Como señalan Burmanje *et al.*, el *crowdfunding* inmobiliario en los Países Bajos conoció un auge ralentizado tal como sucedió en España, aparentemente debido a algunos prejuicios, como fueron, en primer lugar, la opacidad del mercado inmobiliario durante la crisis financiera, tras la cual incluso los bancos dejaron de conceder crédito a los promotores. Desde entonces, la confianza en el mercado inmobiliario se ha ido recuperado, a la cual justamente el *crowdfunding* puede contribuir creando un entorno transparente donde el inversor, a través de la plataforma, tiene acceso a la información necesaria y puede familiarizarse con los antecedentes del proyecto. En segundo lugar, se señala como prejuicio que el *crowdfunding* requiere una cantidad innecesaria de tiempo

³⁶⁰ García (2016), pp. 1 y 2, quien también señala que las plataformas de *crowdfunding* escapaban a las restricciones para operar en el sector inmobiliario aplicables a las entidades de capital-riesgo según la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones e Inversión Colectiva.

³⁶¹ <https://www.housers.com/es/quienes-somos>. Se constituyó el 27 de abril de 2015 y logró, como la primera plataforma de *crowdfunding* inmobiliario, la autorización de la CNMV como Plataforma de Financiación Participativa (PFP), según la LFFE, tanto en la modalidad de *equity* como en la modalidad de préstamos. Creada por dos emprendedores, Álvaro Luna y Tono Brusola, en este tiempo ha logrado casi 23 millones de euros de financiación participativa para 92 inmuebles. La revalorización media de los inmuebles se situaba en un 12,12% ([Housers, la primera plataforma de 'crowdfunding' inmobiliario autorizada por la CNMV | Economía Home | EL MUNDO](#)).

³⁶² Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 339. Hernández Sainz (2017), pp. 128 y 129. Estas autoras identifican, entre otras, las siguientes plataformas como precursoras: Privalore, Inveslar, Bricks&People y Civislend. Para la distinción entre las diferentes modalidades del *crowdfunding*, *vid. supra* p. 40 y ss.

y dinero. Si bien, crear una campaña de *crowdfunding* cuesta dinero, y se necesita tiempo para que se haga pública y se alcance el objetivo final, ello no difiere tanto de obtener financiación bancaria tradicional. Además, cuando el *crowdfunding* se implementa correctamente, aparte de la obtención de financiación, ofrece oportunidades inmediatas para generar conciencia, participación social y un mercado potencial. Así, el dinero y tiempo invertido inicialmente se amortizan durante el proceso de realización³⁶³.

La aparición relativamente tardía del *crowdfunding* inmobiliario puede deberse a varias causas. En primer lugar, podríamos señalar que los proyectos inmobiliarios suelen ser complejos y requieren una gran inversión de capital. La exigencia de grandes cantidades de inversión y, a menudo, plazos de ejecución más largos, los hace más sensibles a las fluctuaciones económicas. En consecuencia, estos proyectos conllevan riesgos significativos. Además, como veremos más adelante, la financiación de proyectos inmobiliarios requiere soluciones más complejas para estructurar la inversión y las garantías. Esto podría explicar la reticencia inicial de los pequeños inversores y su decisión de centrarse inicialmente en la financiación menos compleja de las pymes. En segundo lugar, podríamos señalar la introducción de legislación específica para este tipo de financiación como impulso para el auge del *crowdfunding* inmobiliario: en España, mediante la introducción de la LFFE, y en los Países Bajos, mediante la modificación de la legislación relativa a la supervisión de los mercados financieros. Esto puede haber contribuido a crear un marco legal que permitió que el *crowdfunding* inmobiliario creciera de forma segura y, al mismo tiempo, generara mayor confianza entre los pequeños inversores. Impulsados por los bajos tipos de interés de los ahorros y facilitados por la accesibilidad de las plataformas digitales, así se permitió que estos inversores pasaron del ahorro tradicional a la inversión en proyectos inmobiliarios.

B. Evolución del crowdfunding inmobiliario

De los datos que ofrecen Molina Martínez *et al.* y Villacorta Hernández, se desprende que en España, aunque en los años anteriores la recaudación a través del *crowdfunding* ha estado liderada por el *crowdfunding* de préstamo y el de inversión, el *crowdfunding* inmobiliario -distinguiéndolo por su objetivo específico- ha ido ganando protagonismo.

³⁶³ Burmanje *et al.* (2017), p. 3.

En el año 2021, en España, son las plataformas inmobiliarias que más recaudaron, con una recaudación de más de 65 millones de euros, un aumento del 118% respecto al año anterior, lo que representa el 29,3% del total recaudado en este año de casi 220 millones de euros³⁶⁴. En los Países Bajos, en el año 2022, se recaudaron 1.080 millones de euros representando un crecimiento del 48% con respecto al año anterior. El 90% del monto recaudado en 2022, es decir, 972 millones de euros, se destinó a empresas, del cual la mayor parte se destinó a la financiación inmobiliario. Por tanto, el mercado inmobiliario neerlandés es un mercado relevante para muchas plataformas de *crowdfunding*. La modalidad más popular del *crowdfunding* es el de préstamo, consistiendo en el 88% del monto recaudado en el año 2022, si bien la modalidad del *crowdfunding* de inversión está experimentando un crecimiento significativo doblando el monto recaudado en el año anterior³⁶⁵. Por tanto, en relación con la inversión inmobiliaria tradicional, las plataformas del *crowdfunding* en el sector inmobiliario muestran una evolución favorable en términos de recaudación³⁶⁶. A modo de comparación y para poner las cosas en perspectiva, en el año 2021, los bancos españoles proporcionaron entre 10.000 y 12.000 millones de euros en nueva financiación bancaria para el sector inmobiliario³⁶⁷. A su vez, en el año 2022, los bancos neerlandeses proporcionaron en conjunto aproximadamente 20.000 millones de euros en nueva financiación inmobiliaria³⁶⁸.

El hecho de que el *crowdfunding* inmobiliario haya tenido más éxito en los Países Bajos que en España a lo largo de los años, a juzgar por los datos presentados, podría estar relacionado inicialmente con una causa importante del auge del *crowdfunding* en general: la crisis financiera de 2008. La crisis inmobiliaria resultante parece haber tenido un impacto mucho mayor en España que en los Países Bajos, que, si bien también experimentaron una fuerte corrección, se estabilizaron con mayor rapidez. Esto podría haber generado una percepción más matizada del mercado inmobiliario que en España, lo que provocó que los pequeños inversores españoles se mostraran más reticentes a invertir en proyectos inmobiliarios. Otra causa podría residir en las diferentes formas en

³⁶⁴ Molina Martínez (2024), pp. 75 y 81 - 82. Villacorta Hernández (2023), p. 166.

³⁶⁵ [Crowdfunding in Nederland 2022 – Crowdfunding Cijfers](#).

³⁶⁶ Molina Martínez *et al.* (2024), pp. 98 y 99.

³⁶⁷ [La financiación alternativa a la banca gana espacio entre los promotores | Cinco Días](#). [La inversión en el sector inmobiliario en España alcanzará 12.000 millones en 2021 | EjePrime](#).

³⁶⁸ [PropertyNL Top Financiers 2023: Rabo breidt m... | PropertyNL](#).

que el *crowdfunding* se ha regulado inicialmente en España y los Países Bajos. La decisión del legislador español de detallarlo en una ley específica podría haber derivado en un enfoque más formal que el enfoque, quizás más pragmático, del legislador neerlandés, que buscaba armonizar la legislación existente sobre (la supervisión de) los mercados financieros con el *crowdfunding* mediante modificaciones y ajustes³⁶⁹. Sin embargo, cabe señalar que existen diferencias significativas entre ambos países, por lo que es necesario actuar con cautela al comparar la situación del *crowdfunding* entre España y los Países Bajos. Además de las diferencias generales en población y realidades económicas, demográficas y sociales, aspectos (y sus derivados) como la capacidad de inversión disponible y la estructura del mercado inmobiliario también pueden influir y afectar la aplicabilidad del *crowdfunding*. Será interesante observar el efecto de la introducción de la normativa europea sobre el *crowdfunding* y así saber si la creación de un marco legal más equitativo para el *crowdfunding* inmobiliario conduce a una mayor equiparación entre ambos países, o si debemos concluir que otras diferencias resultan, en última instancia, más decisivas.

C. Observaciones conclusivas

Como sector fundamental en la economía, el sector inmobiliario necesita vías de financiación solventes para poder seguir desarrollándose³⁷⁰. Además de las fuentes tradicionales de financiación inmobiliaria compuesto de las clásicas como el préstamo garantizado con hipoteca -con el préstamo promotor como aplicación especial para empresas inmobiliarias-, el *leasing* y el *lease-back* inmobiliario, el préstamo sindicado y la ampliación de capital³⁷¹ y de fórmulas más recientes como la póliza de crédito, el *project finance*, las SOCIMI y los FII³⁷², han surgido en los últimos años formas de financiación alternativas e innovadoras como los *business angels*, el *venture capital*, la financiación *mezzanine* y el *crowdfunding* inmobiliario, surgido del entorno colaborativo³⁷³. Tras la crisis financiera del año 2008, conllevando una fuerte restricción

³⁶⁹ Como señala García, la LFFE mantiene la inercia de la hiperregulación nacida como reacción frente a la crisis e introduce importantes obstáculos para la consolidación del *crowdfunding* como alternativa real al monopolio de la banca (García (2017), p. 3).

³⁷⁰ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 316 y 317.

³⁷¹ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 318 – 320.

³⁷² Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 321 y 322.

³⁷³ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 322, 326 y 336.

financiera a la hora de otorgar crédito por parte de las entidades tradicionales³⁷⁴, aparecieron, con cierto retraso, plataformas especializadas en inversiones en el sector inmobiliario que se publicitan como una nueva fuente de financiación para promotores y constructores y un nuevo nicho de inversión accesible cualquier interesado³⁷⁵. Como el *crowdfunding* en general, el *crowdfunding* inmobiliario ha experimentado un fuerte crecimiento en los últimos años, tanto en España como en los Países Bajos, lo que ha llevado a una gran presencia de plataformas de *crowdfunding* destinadas a la financiación inmobiliaria y una evolución favorable en términos de recaudación aunque todavía está considerablemente por detrás de la financiación inmobiliaria bancaria³⁷⁶. La aparición relativamente tardía del *crowdfunding* inmobiliario podría explicarse por su complejidad y mayor inversión de capital requerida, conduciendo a una reticencia inicial de los pequeños inversores. La introducción de la legislación específica sobre el *crowdfunding* puede haber sido el impulso para finalmente pasar a la inversión en proyectos inmobiliarios. Esta reticencia, posiblemente sentida más profunda en España debido al impacto de la crisis financiera en este país, podría haber propiciado el mayor éxito del *crowdfunding* inmobiliario en los Países Bajos, que también podría haber sido impulsado por la forma diferente en que el *crowdfunding* se ha regulado -quizás más pragmático- inicialmente en los Países Bajos.

4.3 Aplicación del crowdfunding y sus modalidades al sector inmobiliario

A. Crowdfunding inmobiliario; diversidad de objetivos e instrumentos jurídicos

Como señala Hernández Sainz, en la práctica existen diferencias en las distintas plataformas de *crowdfunding* inmobiliario, tanto en relación con los objetivos de inversión, como en los instrumentos jurídicos utilizados para articular la captación de financiación y posterior retribución al inversor. Como objetivos de inversión pueden distinguirse la compra de un activo del sector inmobiliario (solares, viviendas, oficinas, naves industriales) para la construcción o para rehabilitarlo, con el fin de revenderlo o alquilarlo. Acerca de los instrumentos jurídicos se admiten modelos diversos como la creación de «sociedades vehículo» creadas *ad hoc* (*special purpose vehicles*, *SPVs*) que

³⁷⁴ Molina Martínez *et al.* (2024), pp. 84 y 85.

³⁷⁵ Hernández Sainz (2017), p. 128.

³⁷⁶ Molina Martínez *et al.* (2024), pp. 87, 98 y 99. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 338.

adquieren los inmuebles y en las que invierten los inversores mediante una participación en su capital; o, en particular en España, con la creación de sociedades que, a su vez, invierten, por ejemplo, en SOCIMI e incluso la celebración de un pluralidad de contratos de cuentas en participación en red entre el mismo promotor y varios inversores. También pueden existir diferencias en relación con el papel que juega el gestor de la plataforma. En líneas generales, su rol se corresponde con el de un mero intermediario que facilita el contacto entre el promotor del proyecto inmobiliario que necesita financiación y los potenciales inversores. Sin embargo, también puede tratarse del propio promotor quien desde una página web bajo su control solicita la financiación para proyectos propios, por ejemplo, cuando se articula la financiación mediante contratos de cuentas en participación para canalizar la inversión³⁷⁷.

B. Crowdfunding inmobiliario; posibles modalidades y su funcionamiento

A pesar de estas diferencias, a la vista de la información de las plataformas de *crowdfunding* inmobiliario presentada por Hernández Sainz, puede comprobarse, como ella señala, que, efectivamente, participan de las características propias del *crowdfunding* tal y como se ha definido anteriormente³⁷⁸, puesto que persiguen la captación de fondos de una pluralidad de personas a través de un portal público en internet para el desarrollo de proyectos inmobiliarios seleccionados por los propios inversores de entre los que se promocionan en la página web³⁷⁹. El *crowdfunding* inmobiliario se caracteriza por el tipo de proyecto que se financia, es decir, un proyecto inmobiliario³⁸⁰. Por tanto, a pesar de que diversas fuentes tratan el *crowdfunding* inmobiliario como una modalidad diferente a las modalidades de *crowdfunding* distinguidos anteriormente, cabe destacar que el propio *crowdfunding* inmobiliario se puede diferenciar según el instrumento jurídico empleado. Es decir, un proyecto inmobiliario llevado a cabo por *crowdfunding* podría realizarse a través de cada una de las modalidades distinguidas anteriormente en función de la contraprestación ofrecida al financiador por su aportación de fondos³⁸¹. Así podemos

³⁷⁷ Hernández Sainz (2017), pp. 129 y 130, quien indica que la fórmula de captación de fondos mediante contratos de cuentas en participación ha venido a incardinarse dentro de la modalidad de *crowdfunding* de participación en beneficios (*profit-sharing* o *revenue-sharing crowdfunding*).

³⁷⁸ *Vid. supra* pp. 33 y 36.

³⁷⁹ Hernández Sainz (2017), pp. 130 y 131.

³⁸⁰ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 339.

³⁸¹ Molina Martínez (2024), p. 78. Hernández Sainz (2017), p. 131. Villacorta Hernández considera el *crowdfunding* inmobiliario como una submodalidad del *crowdfunding* de inversión «porque no supone

distinguir en los modelos a título gratuito o a título lucrativo, la última admitiendo dos variantes: el financiero y el no financiero, según se espera rentabilidad o beneficio dinerario o no. Dentro de la categoría del modelo a título gratuito y el no financiero se incluirían las modalidades de donación y de recompensa, y dentro del modelo financiero se incluirían las modalidades de préstamo y de inversión. Aunque estas dos últimas sean las que están legalmente regulados y los más frecuentes en la práctica, no exime de la posibilidad de que un proyecto inmobiliario se financie a través de las dos modalidades no financieras³⁸².

A través del *crowdfunding* de donación, los usuarios realizan sus aportaciones económicas a un proyecto a título de mera liberalidad, sin recibir nada a cambio. Aunque pueden financiarse cualquier tipo de proyecto por medio del *crowdfunding* de donación y, en consecuencia, también un proyecto inmobiliario, no parece el tipo idóneo para financiar estos proyectos, tanto por su elevada cuantía, como por la propia finalidad pecuniaria del proyecto. Sin embargo, podría aplicarse a proyectos inmobiliarios con carácter social o benéfico, como proyectos para la construcción de infraestructuras sanitarias, culturales, educativas o científicas³⁸³.

El *crowdfunding* de recompensa es una modalidad de *crowdfunding* en la que los usuarios aportan su dinero a cambio de una recompensa, generalmente el objeto o el servicio cuyo desarrollo se financia. Igual que con el *crowdfunding* de donación, el propio motivo de la financiación hace difícil la aplicación del *crowdfunding* de recompensa a un proyecto inmobiliario, precisamente, por la dificultad de cuál sería el objeto o servicio con el que se remunera la inversión inmobiliaria. En su caso, aquí también podría servir para operaciones sobre inmuebles de carácter social o benéfico³⁸⁴.

Generalmente las plataformas de *crowdfunding* inmobiliario tienen en común que posibilitan la inversión de pequeñas cantidades en negocios relacionados con inmuebles que, una vez adquiridos y tras su construcción o rehabilitación, son alquilados o

diferencias jurídicas, contables ni fiscales con el de fondos propios» dándole un enfoque limitado (Villacorta Hernández (2023), pp. 161 y 162).

³⁸² Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 341. Hernández Sainz (2017), pp. 131 y 132, quien señala que, «de hecho, incluso las modalidades de financiación participativa gratuita o sin retribución se utilizan en el ámbito de cooperación al desarrollo para la construcción de infraestructuras sanitarias o educativas».

³⁸³ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 342. Hernández Sainz (2017), p. 131.

³⁸⁴ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 342 - 343.

revendidos, retribuyéndose al financiador con una participación en los beneficios obtenidos con ello³⁸⁵. Así, entendemos que el *crowdfunding* inmobiliario generalmente no alcanza a las modalidades no financieras, pues este se caracteriza mayoritariamente por obtener un retorno financiero o beneficio³⁸⁶. Cuando el financiador espera obtener un retorno financiero por su inversión para financiar un proyecto, nos encontramos ante el *crowdfunding* financiero. Dentro de esta modalidad podemos distinguir, como se ha señalado anteriormente, el *crowdfunding* de préstamo y el de inversión, siendo las dos principales fórmulas de financiación de proyectos inmobiliarios³⁸⁷.

En el caso del *crowdfunding* de préstamo, el promotor publica y obtiene la financiación de su proyecto inmobiliario a través de la plataforma elegida, por medio de préstamos, generalmente concedidos a corto plazo de 1 a 3 años, que surgen de las aportaciones que realizan los inversores para ese proyecto. Así, los inversores se convierten en prestamistas que recuperarán su inversión más la renta generada por los intereses, siendo el prestatario el promotor del proyecto. La plataforma se limita a poner en contacto a prestamistas y prestatarios sin ser parte en el contrato de préstamo, ni otorgar, en consecuencia, la financiación requerida. La plataforma funciona como la representante de los inversores frente al promotor, formalizando el contrato de préstamo con este una vez que se ha alcanzado la cantidad necesaria para la financiación, y será la encargada de ejercitar, después, todas las acciones que se necesiten para su desarrollo correcto. A menudo, los préstamos se complementan con financiación bancaria tradicional, para que se obtenga toda la cantidad necesaria, pues esta suele ser elevada en caso de proyectos inmobiliarios³⁸⁸.

En el caso del *crowdfunding* de inversión, el promotor publica su proyecto inmobiliario a través de la plataforma, y los inversores deciden invertir en él, generalmente con una duración media de unos 5 años, y con una cantidad determinada, con la que adquieren

³⁸⁵ Hernández Sainz (2017), p. 129.

³⁸⁶ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 343.

³⁸⁷ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 343 – 345, quien destaca también la modalidad del *debt crowdfunding* existiendo cuando los inversores adquieren obligaciones emitidas por la sociedad promotora, para financiarle. Recordamos que la regulación europea y nacional no la distinguen como tal. Además, como señala Goñi Rodríguez de Almeida, el *debt crowdfunding* no está teniendo mucha aplicación en España. García (2016), p. 2.

³⁸⁸ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 348 y 349. García (2016), p. 2, quien señala que esta figura guarda cierta semejanza con las financiaciones sindicadas mencionadas anteriormente.

participaciones o acciones, a menudo, de la sociedad creada *ad hoc* por el promotor para gestionar el proyecto. Alcanzado el nivel requerido de financiación, se constituye esa sociedad, normalmente limitada, con objeto social único consistiendo en la realización del proyecto, y con capital social compuesto por las aportaciones de los inversores convirtiéndose ellos en socios en la proporción realizada. Una vez constituida, la sociedad adquiere el inmueble y lleva a cabo el proyecto inmobiliario, para después alquilarlo y/o venderlo. Los inversores reciben los beneficios de esa renta del alquiler o la venta del inmueble o, incluso, la combinación de ambas opciones, a través de los dividendos y/o su parte de la cuota de liquidación de la sociedad, una vez cumplida la finalidad prevista en el objeto social y la sociedad se disolverá y liquidará, de acuerdo con lo establecido en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (LSC). Los inversores no tienen ningún derecho real de forma inmediata sobre el inmueble. La sociedad se encarga de las relaciones jurídicas respecto al inmueble, como las relaciones con los arrendatarios, y de la defensa judicial y reclamaciones por los impagos, como los de las rentas, quedando la plataforma al margen de lo acontecido una vez constituida la sociedad³⁸⁹.

C. *Crowdfunding inmobiliario; modalidades aplicadas en la práctica*

Del análisis llevado a cabo por Goñi Rodríguez de Almeida y Hernández Sainz, se desprende que la mayoría de las plataformas de *crowdfunding* inmobiliario constituidos en España, operan según el modelo del *crowdfunding* de inversión, probablemente por sus mayores ventajas y la que mejor se adapta a la financiación inmobiliaria. Algunas plataformas también aplican el modelo del *crowdfunding* de préstamo en operaciones de captación de financiación para promotores que desean construir o rehabilitar viviendas³⁹⁰.

³⁸⁹ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 350 y 351, quien señala que la plataforma ofrece la descripción del proyecto y del negocio, pero normalmente no lo evalúa ni realiza un *scoring* sobre el mismo. García (2016), p. 2, quien señala que no se trata de una situación de copropiedad regulada en el artículo 392 del Código Civil, ni de un régimen de multipropiedad de los previstos en la Ley 4/2012, de 6 de julio, de contratos de aprovechamiento por turno de bienes de uso turístico, de adquisición de productos vacacionales de larga duración, de reventa y de intercambio y normas tributarias.

³⁹⁰ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 351. Hernández Sainz (2017), pp. 131 y 132, quien señala que estas plataformas deben obtener la autorización correspondiente y además cumplir con los requisitos establecidos por la regulación aplicable. Ejemplo de *crowdfunding* de inversión inmobiliario español: [Gerona | Proyecto Playa de Aro](#). Ejemplo de *crowdfunding* de préstamo inmobiliario español: [Invierte en Plaza de Nadal \(Barcelona\) - Housers](#).

Como ya hemos visto, a diferencia de la práctica española, la mayoría del *crowdfunding* inmobiliario en los Países Bajos se practica a través del modelo de *crowdfunding* de préstamo. De la práctica neerlandesa destaca la distinción entre el desarrollo inmobiliario a nivel de áreas y el desarrollo inmobiliario a nivel de objetos. Para el desarrollo a nivel de objetos se utiliza principalmente el *crowdfunding* financiero, no sorprendente ya que el sector inmobiliario hace que el *crowdfunding* orientado a la rentabilidad sea totalmente viable. Si bien, en el desarrollo inmobiliario a nivel de áreas, podemos ver que el patrocinio o la financiación mediante la obtención de otras recompensas está ganando terreno. Aquí, la implicación y la proximidad entre el proyecto y el inversor parecen desempeñar un papel particularmente importante. Esto significa, por lo tanto, que el *crowdfunding* a nivel de áreas se centra principalmente en la creación de una comunidad y la financiación de programas, *marketing* y creación de espacios (*placemaking*), mientras que el *crowdfunding* a nivel de objetos resulta más fácil vincularlo a un modelo de negocio sólido y rentable. Generar un retorno directo a nivel de áreas resultará más difícil³⁹¹.

Como señala Hernández Sainz, en la publicidad de las plataformas de *crowdfunding* inmobiliario se insiste en que es una fórmula dirigida a permitir el acceso al mercado inmobiliario, un mercado que se anuncia como rentable y seguro, a quienes no disponen de grandes cantidades para invertir, permitiendo la obtención de rentabilidades más elevadas que las generadas por otros productos, gracias a la posibilidad de diversificación de las inversiones que ofrece el mercado inmobiliario³⁹². Sin embargo, como señala Gil Moreno, «el perfil de mecenas de los modelos financieros y el resto difieren en forma y capacidad adquisitiva», especialmente en el caso del *crowdfunding* de inversión que parece ser una nueva forma de canalizar flujos financieros provenientes de personas con alto poder adquisitivo. Por tanto puede preguntarse si, a pesar de los discursos postcrisis y colaborativo de sus plataformas, el *crowdfunding* inmobiliario puede considerarse una forma de consumo colaborativo³⁹³. Recordamos que el *crowdfunding* puede ser directo e

³⁹¹ Burmanje *et al.* (2017), p. 5, quien destaca el proyecto «*De Luchtsingel*» en Rotterdam, Países Bajos como ejemplo de un desarrollo a nivel de áreas por el que se utilizó una combinación del *crowdfunding* de donación y de recompensa ([ZUS \[Zones Urbaines Sensibles\] - LUCHTSINGEL ROTTERDAM](#)). Ejemplo de *crowdfunding* de préstamo inmobiliario neerlandés a nivel de objetos: [Ontwikkellocatie Made Fase II | Geldvoorelkaar.nl](#). Un ejemplo de *crowdfunding* de inversión inmobiliario indirecto neerlandés actual resulta difícil encontrar.

³⁹² Hernández Sainz (2017), p. 129.

³⁹³ Gil Moreno (2021), pp. 17 y 18.

indirecto, según sea el propio promotor quien capta la financiación a través de su propia plataforma *online* o se sirve para captar fondos de la plataforma *online* creada por un proveedor de servicios de financiación participativa, entendido este concepto en el sentido que le da el Reglamento (UE) 2020/1503 como operador especializado que pone en contacto a promotores e inversores³⁹⁴. Como señala Gil Moreno, en la práctica del *crowdfunding* inmobiliario en varios casos se trata de plataformas que han sido creadas y están bajo el control de promotores que solicitan financiación para proyectos inmobiliarios propios, y, por tanto, no actúan como intermediario entre demandantes y oferentes de capital. Por tanto, se advierte, refiriéndose a Hernández Sainz, que en estos casos se aleja al sector inmobiliario del concepto de economías colaborativas ahora que se requiere que estas plataformas representan el rol de intermediarias para encajar en su definición, y, en consecuencia, este discurso postcrisis y colaborativo se presenta contradictorio con la realidad³⁹⁵. Así, entendemos que el *crowdfunding* inmobiliario propiamente dicho es solo el indirecto, es decir, aquel en el que la plataforma actúa como intermediaria entre inversores y promotores y no es el propio promotor, el cual, además, está contemplada en la regulación europea y nacional³⁹⁶.

D. Observaciones conclusivas

A pesar de las diferencias existentes entre ellas, podemos comprobar que las plataformas del *crowdfunding* inmobiliario efectivamente operan bajo las características propias del *crowdfunding*, puesto que persiguen la captación de fondos de una pluralidad de personas a través de un portal público en internet para la puesta en marcha y desarrollo de proyectos inmobiliarios seleccionados por los propios inversores³⁹⁷. El *crowdfunding* inmobiliario destaca principalmente por el propio proyecto que se lleva a cabo, tratándose sobre un inmueble, más que por la manera de realizarlo³⁹⁸. Así, la mayoría de las modalidades de *crowdfunding* distinguidas en función de la contraprestación ofrecida al financiador por su aportación de fondos, podría adaptarse a proyectos inmobiliarios³⁹⁹. Caracterizándose

³⁹⁴ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 341. Hernández Sainz (2017), p. 132.

³⁹⁵ Gil Moreno (2021), p. 18, señalando las plataformas que publicitan el *crowdfunding* inmobiliario articulado jurídicamente mediante contratos de cuentas en participación.

³⁹⁶ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 344.

³⁹⁷ Hernández Sainz (2017), pp. 130 y 131.

³⁹⁸ Molina Martínez *et al.* (2024), p. 78.

³⁹⁹ Hernández Sainz (2017), pp. 130 y 131.

mayoritariamente por obtener un retorno financiero o beneficio, el *crowdfunding* inmobiliario generalmente no alcanza a las modalidades no financieras⁴⁰⁰ y, por tanto, nos encontramos ante el *crowdfunding* financiero, dentro del cual podemos distinguir el *crowdfunding* de préstamo y el de inversión⁴⁰¹. Ahora que en su aplicación al mercado inmobiliario podemos encontrar un perfil de inversor muy diferenciado de los modelos no financieros, nos acerca a preguntas sobre el carácter colaborativo de las plataformas de *crowdfunding* inmobiliario⁴⁰². En este contexto es relevante la distinción entre el *crowdfunding* de carácter intermediado, en la que un plataforma pone en contacto a promotores con inversores de manera profesional, y el *crowdfunding* directo, en la que es la promotora quien solicita públicamente financiación a través de su propia página web, pero exclusivamente para proyectos propios, modalidades que ambos se presentan en el mercado de *crowdfunding* inmobiliario⁴⁰³. Particularmente por la irrupción del *crowdfunding* inmobiliario parece que estamos ante un *crowdfunding* con dos caras, desarrollándose dos fenómenos paralelos, el *crowdfunding* financiero y el no financiero, el financiero capaz de canalizar flujos monetarios mucho más importantes y con un perfil de inversor muy diferenciado de los modelos no financieros que, además, en el caso del *crowdfunding* inmobiliario directo se aleja todavía más del concepto de economías colaborativas⁴⁰⁴. Ahora que se requiere que sus plataformas representen el rol de intermediarias para encajar en el concepto de economías colaborativas⁴⁰⁵, debe entenderse que el *crowdfunding* inmobiliario propiamente dicho es solo el indirecto, tal como contemplada en la regulación europea y nacional⁴⁰⁶.

4.4 *Crowdfunding inmobiliario indirecto; ventajas, puntos de interés y limitaciones*

El *crowdfunding* inmobiliario en el sentido indirecto, podemos definirlo como una forma de financiación alternativa de proyectos inmobiliarios, a través de plataformas electrónicas intermediarias que consiste en que una pluralidad de personas aporta capital (inversores), para el desarrollo de un proyecto inmobiliario propuesto por el promotor⁴⁰⁷.

⁴⁰⁰ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 343.

⁴⁰¹ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 343 – 345.

⁴⁰² Gil Moreno (2021), pp. 20 y 21.

⁴⁰³ Hernández Sainz (2017), p. 145.

⁴⁰⁴ Gil Moreno (2021), pp. 16, 18, 20 y 21.

⁴⁰⁵ Gil Moreno (2021), p. 18.

⁴⁰⁶ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 344.

⁴⁰⁷ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 336.

A diferencia de otros tipos de inversiones alternativas como el *venture capital* mencionado anteriormente, la plataforma de *crowdfunding* no toma poder de decisión de los fondos que capta, por lo que se trata de una entidad meramente intermediaria⁴⁰⁸. Justamente las características del *crowdfunding* como la flexibilidad, distribución del riesgo y optimización de costes, lo han hecho atractivo para la financiación de proyectos inmobiliarios de diversas tipologías (construcción, rehabilitación, etc.) y destino (alquiler, venta, etc.), sin distinguir en la forma en que se consiga y se desenvuelva la financiación. Sin embargo, ese especial objeto, es decir, proyecto inmobiliario, determina algunas de sus características y diferencias con otros tipos de *crowdfunding*, por la propia esencia de los inmuebles financiados⁴⁰⁹.

A. Ventajas y riesgos del crowdfunding inmobiliario de carácter general

Como suelen decir las plataformas que se dedican a ello, con el *crowdfunding* inmobiliario se busca «la democratización de la inversión inmobiliaria»⁴¹⁰. Se refiere al supuesto que el *crowdfunding* ha hecho más accesible la inversión inmobiliaria, abriendo una nueva posibilidad, para una multitud de inversores anónimos y con pequeños capitales, de invertir en el sector inmobiliario, con promesas de rentabilidad⁴¹¹. Desde esta perspectiva, pueden distinguirse algunas ventajas de esta nueva forma de financiación:

- (i) Permite la entrada al pequeño ahorrador posibilitando la inversión a partir de pequeñas aportaciones en proyectos inmobiliarios;
- (ii) Relacionado a la primera ventaja, permite al inversor repartir su capital en distintos proyectos independientes, diversificando así el riesgo de la inversión inmobiliaria. Esto a diferencia de otras formas de financiación inmobiliaria en las que se invierte en un fondo o cartera inmobiliaria que reúne un conjunto de proyectos fuera del control del inversor y donde, si va mal el fondo, fracasa toda su inversión;
- (iii) Permite al inversor solo aportar capital y obtener, en su caso, los beneficios esperados, sin deber de encargarse de la gestión del proyecto, siendo el promotor del

⁴⁰⁸ Molina Martínez (2024), p. 75.

⁴⁰⁹ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 336 - 337.

⁴¹⁰ [Quiénes somos - Housers](#).

⁴¹¹ Molina Martínez (2024), p. 75. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 345.

mismo, o la sociedad creada *ad hoc* para ello, responsable de la gestión que supone el proyecto;

- (iv) Permite al inversor, si el proyecto sale adelante, la obtención de beneficios o rentabilidad, incluso la posibilidad de «doble beneficio o retorno» en el caso de *crowdfunding* de inversión, es decir los beneficios del alquiler del inmueble, y, más tarde, de su reventa; y,
- (v) Permite la realización de proyectos con finalidad social y comunitaria, como proyectos de rehabilitación de edificios que pueden redundar en la mejora de las ciudades y de sus vecinos⁴¹².

Sin embargo, el mismo supuesto de «la democratización de la inversión inmobiliaria», también puede conllevar riesgos, de los cuales podemos destacar los siguientes:

- (i) El riesgo de pérdida del valor invertido por el desconocimiento de la operación y las consecuencias de su financiación a consecuencia del fácil acceso a esta forma de financiación para el pequeño ahorrador;
- (ii) Relacionado con el primero, el riesgo de la fluctuación de los mercados, a veces también desconocidos por el inversor, que pueden dirigir a la disminución de la rentabilidad de los alquileres o el precio de venta de los inmuebles, no obteniéndose los beneficios esperados;
- (iii) El riesgo de que el inmueble en cuestión no se llegue a construir, no se venda o no se alquile, que también puede dirigir a no obtener los beneficios esperados, o incluso la pérdida de la inversión;
- (iv) El riesgo inherente a las dificultades asociadas con cualquier contrato con pequeños inversores que sean consumidores, en cuanto a su debida información y garantías y la correcta aplicación de las normas de defensa del consumidor y condiciones generales de contratación, que pueden encarecer y ralentizar el *crowdfunding* inmobiliario y conducir a demandas judiciales por vulneración de derechos cuando no se obtengan los resultados esperados;
- (v) El riesgo de la desconfianza de los pequeños inversores en esta forma de financiación y por tanto su menos utilización a la cual puede conducir la falta de información económica y jurídica; y,

⁴¹² Villacorta Hernández (2023), pp. 161 y 162. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 345 - 346.

(vi) El riesgo geográfico cuando el proyecto inmobiliario que se financia radique en suelo extranjero, ahora que la normativa para el *crowdfunding* introducido por el Reglamento (UE) 2020/1503 tan solo se dirige a la plataforma sin tener en cuenta cuestiones relativas su actividad e instrumentos contractuales y, por tanto, pueden estar sujetos a legislación extranjera, riesgo que analizaremos con más detalle más adelante⁴¹³.

B. Puntos de interés y limitaciones del crowdfunding inmobiliario financiero

Además de las ventajas y los riesgos del *crowdfunding* inmobiliario de carácter general descritos anteriormente, también pueden distinguirse puntos de interés y limitaciones más concretos acerca de las dos modalidades que mayoritariamente constituyen el *crowdfunding* inmobiliario, es decir, el *crowdfunding* de préstamo y el de inversión.

Respecto al *crowdfunding* de préstamo, los préstamos concedidos al promotor del proyecto suelen ser préstamos a corto plazo, de 1 a 3 años, y tienen un elevado riesgo por el posible impago del promotor. Además, los inversores no disponen del posible doble retorno que existe en el *crowdfunding* de inversión, pero se compensa con la mayor rentabilidad que pueden suponer los intereses pactados. En teoría, puede establecerse una garantía hipotecaria que recaer sobre el propio inmueble que se financia, ofreciendo seguridad a los inversores. Sin embargo, el alto coste de constitución de la hipoteca a favor de una pluralidad de prestamistas suele hacer fracasar este intento de garantía. Recordamos que, según el derecho neerlandés, se requiere que el titular de la hipoteca debe ser el mismo que el prestamista, lo que resulta problemático si este último consiste en una multitud, ahora que se trata de un derecho indivisible, y, por tanto, se requiere siempre su cooperación conjunta. Además, el inmueble a financiar puede estar afecto a otras deudas anteriores y garantizadas con prioridad a esta financiación, por ejemplo, en el caso de financiación bancaria adicional. También puede destacarse el riesgo de iliquidez para la inversión, ahora que el capital prestado, en principio, solo podrá recuperarse cuando, en los plazos y condiciones pactadas, se amortiza el préstamo. Por último, podemos destacar el desconocimiento del inversor mencionado anteriormente, en concreto respecto al sector inmobiliario y de las condiciones reales del inmueble, que

⁴¹³ Rodríguez Martínez (2023), p. 7. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 346 - 347. García (2017), p. 3.

además pueden verse distorsionadas por la propia plataforma que las oferta, lo que puede conducir a la inversión en un proyecto que no resulta ser el más adecuado a sus intereses⁴¹⁴.

Respecto al *crowdfunding* de inversión, podemos señalar que la sociedad, constituida *ad hoc* para la gestión del proyecto inmobiliario, es la única propietaria del inmueble, y, por tanto, los inversores no adquieren derecho real alguno sobre el mismo. Es la sociedad que se encarga del desarrollo y gestión del proyecto directamente, con la ventaja que eso supone como mencionado anteriormente, pero limitando los derechos de los inversores que tampoco pueden decidir sobre su enajenación o establecimiento de gravamen. Además, pueden destacarse más puntos de interés y limitaciones que pueden distinguirse en dos grupos: por un lado, los financieros, relativos al riesgo económico que asume el inversor con su concreta inversión, y, por otro, los societarios, derivados de su condición de socio, sobre todo de socio minoritario, de la sociedad constituida *ad hoc*.

Acerca de los puntos de interés financieros puede distinguirse en primer lugar la posibilidad de pérdida total o parcial de lo invertido, máxime si tenemos en cuenta el perfil frecuente de poco experto del inversor. Este riesgo no se matiza por el hecho de que la inversión sea en un inmueble, ahora que, como ya hemos dicho, el inversor, en general, no adquiere ningún derecho real sobre aquel. En segundo lugar, puede distinguirse la dificultad de rentabilizar la inversión, porque a la hora de obtener los beneficios esperados, la sociedad puede decidir no repartir dividendos sin que los inversores tienen capacidad de decisión en la sociedad, al ser socios minoritarios, además de no ser propietarios del inmueble. En tercer lugar, puede distinguirse el problema de la

⁴¹⁴ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 349 - 350. Biemans *et al.* (2020), pp. 408 – 411, quienes señalan que para resolver la problemática acerca de la constitución de hipoteca, en la práctica neerlandesa se recurre a la figura en que se designa una parte tercera como titular de la hipoteca que actúa en favor de la multitud prestamista (fiduciario de garantía), generalmente una fundación separada, establecida para ese propósito, en combinación con el uso de la denominada «deuda paralela». Además podemos destacar, como señala Goñi Rodríguez de Almeida, que, bajo la LFFE, antes de su adaptación al Reglamento (UE) 2020/1503, también debía tenerse en cuenta, la prohibición de hipotecar la vivienda habitual del promotor, la cual se extiende a cualquier inmueble de su propiedad cuando el promotor sea consumidor, así establecido en sus artículos 74 y 87. En la LFFE, posterior a su adaptación al Reglamento (UE) 2020/1503, estos artículos resultan derogados. Como señalan Biemans *et al.*, en la práctica neerlandesa esta prohibición no existe, quienes además señalan que, en la práctica neerlandesa del *crowdfunding* general, la constitución de hipoteca es relativamente poco común aunque se requiere cada vez más, y que la prestación de garantías personales, como una fianza, resulta ser más común (Biemans *et al.* (2020), pp. 402 y 404. García (2016), p. 2. *Vid. supra* n. 202.

iliquidez de su inversión a la falta de un segundo mercado donde el inversor pueda vender su participación en cualquier momento, sobre todo cuando se trata de participaciones de una sociedad limitada, cuya disposición está sujeta a las restricciones establecidas en la LSC, al menos mientras que no se cuente con un número mínimo de inversores y proyectos cerrados que aseguren liquidez⁴¹⁵.

Acerca de los puntos de interés societarios puede distinguirse en primer lugar el escaso poder de decisión sobre su posición jurídica y económica a consecuencia de su aportación de escaso valor traducido en su baja participación en el capital social de la sociedad lo que hace que sea considerado como socio minoritario. En segundo lugar, puede distinguirse la posibilidad de la dilución de las participaciones por un aumento de capital. En la decisión al respecto, el voto del inversor minoritario no es relevante, y aunque tenga derecho de suscripción preferente como establecido en la LSC, solo puede aprovecharse de ello si tiene liquidez suficiente para hacer frente a ese aumento de capital. En tercer lugar, puede distinguirse la obligación de informarle al inversor consumidor de los riesgos jurídicos inherentes a su operación sobre todo cuando se trate de constitución de una sociedad *ad hoc* en la que participa, como el orden en el cobro de la inversión en caso de concurso de acreedores o la imposibilidad de recuperar la inversión mientras no se venda el inmueble financiado. En cuarto lugar, puede distinguirse la posibilidad de que el arrendatario del inmueble financiado puede ser un consumidor al que no le interese que su arrendador sea un inversor y, en consecuencia, puede resultar en que sea más difícil alquilar el inmueble financiado y obtener las rentas correspondientes⁴¹⁶.

C. Evaluación en función del marco legal del crowdfunding

De los puntos de interés y límites descritos anteriormente se desprende que las modalidades de financiación inmobiliaria son arriesgadas, y, a menudo, se restringen. Como hemos visto en el capítulo anterior, para intentar resolver estos problemas, ya antes de la introducción del Reglamento (UE) 2020/1503, tanto por el legislador español como por el neerlandés, en sus legislaciones nacionales sobre el *crowdfunding* financiero, se

⁴¹⁵ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 351 - 352. García (2016), pp. 2 y 3, quien señala que «esto tiene algo de “círculo vicioso”: la ausencia temporal de liquidez inmediata desincentiva a potenciales inversores, especialmente a los individuos con menos recursos, que consideran la inversión poco segura al no estar garantizada la liquidez (con lo cual no se generan las condiciones necesarias para que haya liquidez)».

⁴¹⁶ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 353 - 354.

establecieron una serie de medidas de protección del inversor. Aunque con estas medidas se hace frente a los principales riesgos derivados de la desinformación, ignorancia y carácter novel del inversor, pues se le proporciona información para la selección del proyecto, se controla que la plataforma sea un profesional autorizado y solvente, se limitan sus aportaciones para evitar las pérdidas, y, por tanto, se solucionan muchos de los riesgos del *crowdfunding* inmobiliario resultante de los puntos de interés y límites descritos anteriormente, como señala Goñi Rodríguez de Almeida, no parecían ser suficientes, pues no acaban de afrontar y eliminar todos los problemas que se presentan a la hora de contratar⁴¹⁷. Por tanto, en relación con la legislación española, proponía, en el caso de *crowdfunding* inmobiliario, por sus características, extremarse las obligaciones de transparencia para el inversor, e incluso para el propio promotor, incrementándolos y así matizando la asimetría de información propia de estas operaciones, practicando los mecanismos en el sentido que hacía la Propuesta⁴¹⁸. También debería establecerse que las plataformas quedaran directamente bajo la supervisión de la CNMV, en parecidos términos establecidos en la Propuesta, con respecto a la AEVM. Y, por último, se aconsejaba, al igual que se proponía en la Propuesta, que se sometiera al inversor a una evaluación de sus conocimientos y comprensión del riesgo que entraña la operación. Tal como hemos visto anteriormente, podemos confirmar que la Propuesta ha culminado en el Reglamento (UE) 2020/1503. Sin embargo, como advierte Goñi Rodríguez de Almeida, incluso si se cumplen las obligaciones de información, esto no ofrece ninguna garantía de que los inversores no vayan a asumir riesgos excesivos e imprudentes. También cabe señalar que las limitaciones de inversión, aunque establecidos para la protección de los inversores no acreditados, pueden conducir a que, en el *crowdfunding* inmobiliario, debido a la cuantía elevada del capital requerido, el promotor -y la plataforma- se enfoque a inversores acreditados, por no estar sometidos a estas limitaciones cuantitativas, para alcanzarse más rápidamente esta cuantía, socavando así el supuesto de «la democratización de la inversión inmobiliaria». Además, puede señalarse que las medidas establecidas para la protección del inversor no abordan otros problemas específicos inherentes al *crowdfunding* inmobiliario, como, por un lado, la obligación del promotor

⁴¹⁷ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 354 y 358.

⁴¹⁸ Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas, de 18 marzo de 2018, COM (2018) 113 final, 2018/0048, cuyo texto definitivo se aprobó en 2019, *vid. supra* n. 94.

de realizar el proyecto inmobiliario, por el cual, en caso de su incumplimiento, además de fracasar el proyecto, y tener que devolver el importe de las inversiones realizadas, riesgo inherente a todo *crowdfunding*, puede incurrir en un ilícito civil, con una mayor responsabilidad, y, por otro, los problemas derivados del riesgo transfronterizo, cuando se invierte en inmuebles o proyectos inmobiliarios que radican en el extranjero conllevando la problemática que resulta de la aplicabilidad de la legislación extranjera, problemática que entraremos con más detalle más adelante. Así las cosas, cabe asegurar la aplicación, en la medida de lo posible, de los instrumentos jurídicos existentes para afrontar estos problemas cuando se financien proyectos inmobiliarios. Debido a la inseguridad y riesgos que estos problemas pueden implicar, como advierte Goñi Rodríguez de Almeida, no debería sorprender que en ciertas operaciones inmobiliarias se siga recurriendo a la financiación tradicional o a los fondos de inversión inmobiliaria, puesto que ofrecen más seguridad en ellas⁴¹⁹. De hecho, como señalamos anteriormente, la financiación bancaria para el sector inmobiliario sigue siendo sustancialmente mayor⁴²⁰. En nuestra opinión, desde la perspectiva de los inversores, es más probable que este tipo de desarrollo se deba a la cautela hacia las inversiones en el mercado inmobiliario que posiblemente se percibe de forma más generalizada, sobre todo en España, ahora que el inversor, como vimos anteriormente, tiene la oportunidad, precisamente con el *crowdfunding*, de diversificar y (por lo tanto) limitar su riesgo.

Por último, podemos señalar el límite que se relaciona con el importe máximo de captación de fondos por un determinado promotor de un proyecto a través de una plataforma de *crowdfunding* en el sentido del Reglamento (UE) 2020/1503. Este importe queda limitado a 5 millones de euros, calculado a lo largo de un período de 12 meses. Esto puede impedir la financiación de grandes proyectos inmobiliarios –al menos de forma exclusiva–, y provoca que promotores con varios proyectos en curso no puedan usar el *crowdfunding* como fuente principal de financiación⁴²¹.

⁴¹⁹ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 359 y 360, quien también señala la prohibición de ofrecer garantía hipotecaria cuando el promotor sea un consumidor, respecto de la cual ya establecimos que su articulado en la LFFE, tras su adopción al Reglamento (UE) 2020/1503, ha quedado derogado.

⁴²⁰ *Vid. supra* p. 111.

⁴²¹ García (2017), p. 3.

D. Observaciones conclusivas

El *crowdfunding* inmobiliario puede definirse como una solicitud pública de financiación a través de una plataforma en internet dirigida a una pluralidad de personas, para el desarrollo de un proyecto inmobiliario, a cambio de una participación en los beneficios obtenidos con el alquiler o la posterior venta de los inmuebles objeto del proyecto⁴²². Su especial objeto, es decir, un proyecto inmobiliario, conlleva algunas características que le distinguen de otros tipos de *crowdfunding*⁴²³.

En vista de su supuesto de «la democratización de la inversión inmobiliaria», de carácter general pueden distinguirse varias ventajas: el inversor no necesita realizar grandes esfuerzos monetarios y puede diversificar el riesgo de la inversión; el inversor tampoco debe encargarse de la gestión del proyecto mientras le permite la obtención de beneficios o rentabilidad provenientes del alquiler del inmueble o la venta del mismo que, en el caso de *crowdfunding* de inversión, puede resultar en la combinación de ambas opciones⁴²⁴. Sin embargo, también de carácter general pueden destacarse varios riesgos: el riesgo de pérdida del valor invertido y el de la fluctuación de los mercados a veces resultantes del desconocimiento del inversor; el riesgo de que el proyecto no se llegue a realizar; el riesgo inherente a la contratación con inversores consumidores; y el riesgo geográfico cuando el proyecto que se financia radique en suelo extranjero⁴²⁵.

Enfocando en el *crowdfunding* de préstamo y el de inversión como las dos modalidades que mayoritariamente constituyen el *crowdfunding* inmobiliario, pueden distinguirse puntos de interés y limitaciones más concretos. Acerca del *crowdfunding* de préstamo, además del desconocimiento del inversor respecto al sector inmobiliario, podemos destacar el mayor riesgo por el posible impago, sin tener los inversores la doble alternativa de obtener rentabilidad, como en el *crowdfunding* de inversión. Como contrapartida, tienen un mayor retorno potencial derivado del pago de intereses. En el *crowdfunding* de préstamo inmobiliario puede perderse la garantía de la hipoteca sobre el inmueble objeto de la inversión, debido a las dificultades prácticas que conlleva, conduciendo a un mayor

⁴²² Hernández Sainz (2017), pp. 130 y 131.

⁴²³ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 336 - 337.

⁴²⁴ Villacorta Hernández (2023), pp. 161 y 162. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 345 - 346.

⁴²⁵ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 346 - 347. García (2017), p. 3.

riesgo. También puede destacarse el riesgo de iliquidez para la inversión⁴²⁶. Acerca del *crowdfunding* de inversión, podemos señalar que los inversores no adquieren derecho real alguno sobre el inmueble objeto de la inversión ya que este derecho pertenece a la sociedad, constituida *ad hoc* para la gestión del proyecto inmobiliario. Resultante de este último punto de interés, pueden destacarse más puntos de interés y limitaciones, por un lado, los de carácter financiero, relativos al riesgo económico que asume el inversor con su concreta inversión, y, por otro, los de carácter societario, derivados de su condición de socio, sobre todo de socio minoritario, de la sociedad constituida *ad hoc*⁴²⁷.

Aunque, a través del Reglamento (UE) 2020/1503, se han establecido medidas de protección del inversor para hacer frente a los problemas derivados de estos puntos de interés y limitaciones, se señala que estas medidas no abordan todos los problemas inherentes al *crowdfunding* inmobiliario como por ejemplo los problemas derivados de la obligación del promotor de realizar el proyecto y del riesgo transfronterizo que puede conllevar cuando el inmueble se radica en el extranjero⁴²⁸. Por último, podemos señalar el límite que se relaciona con el importe máximo de captación de fondos por un determinado promotor de un proyecto⁴²⁹. Consideramos que los riesgos identificados, hasta cierto punto, no se limitan al *crowdfunding* inmobiliario, sino que pueden ser inherentes a la aplicación del *crowdfunding* en general. En nuestra opinión, queda por ver si la existencia de estos riesgos conducirá a una reducción del uso del *crowdfunding* inmobiliario; en cualquier caso, esto aún no está respaldado por los datos presentados sobre la evolución del *crowdfunding* inmobiliario (donde, por cierto, no se ha hecho ninguna distinción en función de la ubicación de los inmuebles). Y con respecto a la posición del inversor, nos gustaría señalar una de las principales ventajas del *crowdfunding* inmobiliario mencionadas anteriormente, a saber, que no necesita realizar grandes esfuerzos monetarios y puede diversificar el riesgo de la inversión.

⁴²⁶ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 349 - 350. Biemans *et al.* (2020), pp. 408 - 411. García (2016), p. 2.

⁴²⁷ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 351 - 354. García (2016), pp. 2 y 3.

⁴²⁸ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 354 y 358 – 360.

⁴²⁹ García (2016), p. 3.

4.5 *Crowdfunding inmobiliario; perspectiva transfronteriza*

A. Reglamento (UE) 2020/1503: financiación transfronteriza; régimen de pasaporte

Como hemos visto, el objetivo del Reglamento (UE) 2020/1503 es abordar los obstáculos identificados para el correcto funcionamiento del mercado interior de servicios de *crowdfunding* y garantizar un alto nivel de protección de los inversores mediante el establecimiento de un marco regulador a nivel de la UE. Estos obstáculos han surgido debido a las diferencias en los regímenes nacionales de los Estados miembros sobre el *crowdfunding* causando obstáculos para la prestación de servicios transfronterizos, y así influyendo directamente el funcionamiento del mercado interno⁴³⁰. Se señala que el inversor -y el promotor- corre el riesgo de no conocer la legislación aplicable cuando invierte a través de plataformas que operan con autorización nacional de otro Estado miembro y que desarrollan su actividad en territorio diverso, creando inseguridad para ellos. Además, se insiste en los costos económicos y de cumplimiento normativo que supone obtener autorizaciones de diversos Estados miembros por las empresas que quieren intermediar en este mercado del *crowdfunding* operando en distintos mercados nacionales⁴³¹. Estos obstáculos, a menudo, no tan solo impiden a los inversores invertir transfronterizamente a través de plataformas de *crowdfunding*, sino que también desalientan a los proveedores de servicios de *crowdfunding* a ofrecer sus servicios en Estados miembros distintos de aquel en el que están establecidos. Esto último impide que las empresas que buscan financiación, accedan a servicios de *crowdfunding* en otros Estados miembros, en detrimento, en particular, de las que operan en mercados nacionales más pequeños⁴³². Esta circunstancia justifica que el objetivo del Reglamento (UE) 2020/1503 haya sido, contribuyendo a completar una verdadera unión de los mercados de capitales en la UE, el establecimiento de un régimen común a nivel europeo para los proveedores de servicios de *crowdfunding* para empresas, que permita fomentar la financiación transfronteriza de éstas⁴³³.

Así, el Reglamento (UE) 2020/1503 regula la figura de los proveedores de servicios de financiación participativa, con ánimo de facilitar la prestación transfronteriza de

⁴³⁰ Considerando 6 y 7 del Reglamento (UE) 2020/1503. Grundmann – van de Krol (2021), p. 2/10.

⁴³¹ Jiménez París (2020), p. 557.

⁴³² Considerando 6 del Reglamento (UE) 2020/1503. Grundmann – van de Krol (2021), p. 2/10.

⁴³³ López Ortega (2021), p. 4.

servicios de *crowdfunding*, evitando la disparidad normativa existente entre los distintos Estados miembros sobre los mismos y dotando un ‘régimen de pasaporte’ global⁴³⁴. Este ‘régimen de pasaporte’ permite a los proveedores de servicios de *crowdfunding*, con una única autorización, operar en todo el territorio de la UE, quedando sujeta la posición de los clientes de las plataformas a la regulación europea en lugar de diversas regulaciones nacionales, esto es, siempre que entran en su ámbito. Para las partes que quedan fuera del ámbito de aplicación del Reglamento (UE) 2020/1503 se les aplica el régimen nacional⁴³⁵. Sin embargo, recordamos que el legislador de la Unión no proporciona una regulación exhaustiva en lo que respecta a los asuntos relacionados con la actividad del *crowdfunding* y sus instrumentos contractuales⁴³⁶.

B. Crowdfunding inmobiliario; el lugar del inmueble como elemento transfronterizo

En este contexto donde el derecho de la UE no abarca las relaciones entre los inversores y los promotores, tratándose específicamente del *crowdfunding* inmobiliario, podemos destacar el lugar donde radique el inmueble objeto del proyecto de *crowdfunding* como otro elemento transfronterizo distintivo dado que este puede encontrarse fuera del territorio nacional de cada una de las partes en el *crowdfunding*. Este aspecto transfronterizo puede resultar importante ahora que el inmueble puede considerarse el elemento tangible que asegura la inversión. Si un promotor de un proyecto inmobiliario busca financiación a través del *crowdfunding* y pretende adquirir un inmueble en país extranjero, puede encontrarse que la ley aplicable es la ley del lugar donde radica la propiedad, la *lex rei sitae*. Como señala Jiménez París, esto sería el caso con respecto a la ley aplicable a la transmisión y publicidad de la propiedad, como la inscripción de la adquisición del inmueble, y a la constitución de derechos reales, como la constitución de hipoteca sobre el inmueble. Los requisitos de carácter constitutivo que puedan derivarse de esta legislación provocan una especial vinculación con el lugar en que radique el inmueble. Esto puede determinar desconocimiento de la normativa aplicable, así como de las consecuencias legales y económicas, como las relativas a los efectos de la constitución de la hipoteca respectivamente la inscripción de la adquisición y la protección que

⁴³⁴ Rodríguez Martínez (2023), p. 7.

⁴³⁵ Van Poelgeest (2021), pp. 7 – 10. Jiménez París (2020), p. 557.

⁴³⁶ Rodríguez Martínez (2023), p. 7.

ofrecen. Todo ello puede generar una gran inseguridad adicional para el inversor que invierte a través de plataformas de *crowdfunding* inmobiliario ahora que en proyectos inmobiliarios transfronterizos, en la práctica puede realizar una inversión «a ciegas», asumiendo importantes riesgos geográficos, es decir, riesgos derivados de la ubicación del inmueble. Además del anonimato y la despersonalización propios de internet, por el elemento transfronterizo se aumenta el riesgo, mencionado anteriormente, de que el promotor que ofrece su proyecto a través de una plataforma de *crowdfunding*, adquiera realmente el inmueble o se constituye realmente la garantía sobre el mismo. En el caso de un proyecto inmobiliario transfronterizo esto dependerá no tan solo de los instrumentos contractuales y las garantías adoptadas para materializar la compra sino también de su correcta adaptación a la legislación aplicable y de la protección que brindan los registros competentes para las inscripciones necesarias. Para eliminar este riesgo transfronterizo y ofrecer seguridad al inversor, Jiménez París opina que las plataformas del *crowdfunding* inmobiliario deberían tener un alcance estrictamente nacional en lo que respecta a los proyectos inmobiliarios que ofrecen y para los que recaudan fondos⁴³⁷. En nuestra opinión no ofrece solución y, además, se aleja del objetivo del legislador europeo. Para abordar la inseguridad y los riesgos que puede conllevar la inversión en proyectos inmobiliarios transfronterizos -y más en línea con el objetivo del Reglamento (UE) 2020/1503-, podrían establecerse, como propone Goñi Rodríguez de Almeida, normas de conflicto y competencia aplicables a estos supuestos⁴³⁸, aunque puede preguntarse si contribuye suficientemente a la seguridad jurídica deseada a la hora de tomar la decisión de inversión.

C. Excepción a la prestación transfronteriza para «plataformas no armonizadas»

Por último, destacamos que, respecto a la figura de las «plataformas no armonizadas», introducida en el ordenamiento español por la Ley 18/2022, es decir, aquellas plataformas que prestan servicios de *crowdfunding* en España regulados por el Reglamento (UE) 2020/1503, pero que no están sujetas a él por incurrir en las excepciones previstas en su

⁴³⁷ Jiménez París (2020), pp. 556, 558 y 559, quien opina «que es esencial que el inversor en *crowdfunding* inmobiliario pueda ver palpablemente el inmueble objeto de la promoción», lo que, en el caso de un inversor español, «solo se garantiza si el inmueble radica en territorio español, de manera que la comprobación visual de la existencia del inmueble puede verificarse con comodidad».

⁴³⁸ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 360.

articulado porque presten servicios de *crowdfunding* a promotores de proyectos que sean consumidores o promuevan ofertas de *crowdfunding* cuyo importe sea superior a 5 millones de euros, aunque quedarán sometidas íntegramente al régimen jurídico establecido en el Reglamento (UE) 2020/1503, su régimen jurídico establece que no podrán prestar servicios de *crowdfunding* de forma transfronteriza conforme a lo dispuesto en el Reglamento (UE) 2020/1503⁴³⁹.

D. Observaciones conclusivas

El Reglamento (UE) 2020/1503, contribuyendo a la futura Unión europea de los mercados de capitales, apuesta por el *crowdfunding* como método alternativo de financiación, sobre todo para PYMES y empresas emergentes, y busca facilitar a las plataformas del *crowdfunding* la prestación de servicios en todo el territorio comunitario con operaciones transfronterizas⁴⁴⁰. Además de evitar la disparidad normativa existente entre los distintos Estados miembros, el Reglamento (UE) 2020/1503 dota un ‘régimen de pasaporte’ global⁴⁴¹, que permite a los proveedores de servicios de *crowdfunding* operar en todo el territorio de la UE bajo un régimen único sobre el *crowdfunding*⁴⁴².

Sin embargo, el Reglamento (UE) 2020/1503 no abarca todos los aspectos de la actividad del *crowdfunding*, sino que deja abiertos ciertos elementos transfronterizos distintivos como el lugar donde radique el inmueble objeto del proyecto. Esto puede conducir al desconocimiento de la normativa aplicable, así como de las consecuencias legales y económicas, generando inseguridad adicional para el inversor que invierte en un proyecto inmobiliario transfronterizo a través de una plataforma de *crowdfunding* ahora que puede asumir importantes riesgos geográficos⁴⁴³. Si bien el desconocimiento de la legislación aplicable no es exclusivo del *crowdfunding* inmobiliario, puede ser relevante en este contexto, especialmente cuando se dirige al pequeño ahorrador, dado que el inmueble sirve como garantía de la inversión⁴⁴⁴. En este sentido, deben evitarse en la medida de lo posible las incertidumbres relativas a la adquisición de la propiedad o al establecimiento

⁴³⁹ Art. 55 Ley 18/2022. Rodríguez Martínez (2023), pp. 19 y 20.

⁴⁴⁰ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 330.

⁴⁴¹ Rodríguez Martínez (2023), p. 7.

⁴⁴² Van Poelgeest (2021), pp. 7 – 10. Jiménez París (2020), p. 557.

⁴⁴³ Rodríguez Martínez (2023), p. 7. Jiménez París (2020), pp. 558 y 559.

⁴⁴⁴ Jiménez París (2020), p. 559.

de garantías sobre el inmueble derivadas de una aplicación incorrecta de la ley. La propuesta de establecer normas de conflicto y competencia aplicables a estos supuestos constituye un buen paso para abordar estas incertidumbres. Quizás podría contribuirse aún más a su solución prestando especial atención a este aspecto transfronterizo acerca de los proyectos inmobiliarios en la debida diligencia que la plataforma debe observar respecto del proyecto y en la información que debe proporcionarse al inversor, especialmente a través de la ficha de datos fundamentales de la inversión.

Por último puede destacarse que las «plataformas no armonizadas» introducidas por la Ley 18/2022, no se les permite prestar servicios de *crowdfunding* de forma transfronteriza conforme a lo dispuesto en el Reglamento (UE) 2020/1503⁴⁴⁵.

4.6 Alternativas al crowdfunding inmobiliario de préstamo y de inversión

A. Crowdfunding inmobiliario a través de contratos de cuentas en participación

Aunque no son una alternativa al *crowdfunding* en sí mismo, ahora que puede entenderse que encajan las características del *crowdfunding* inmobiliario, donde los inversores esperan obtener beneficio a través de los intereses que se les paguen, de los dividendos obtenidos por sus participaciones, o de la venta o renta del inmueble que se financia, queremos llamar la atención en primer lugar sobre las plataformas que han diseñado un esquema de inversión diferente de las modalidades del *crowdfunding* inmobiliario más típicas, es decir el de préstamo y el de inversión, sustentándolo en el modelo de contratos de cuentas en participación. Este modelo para organizar las operaciones de *crowdfunding* viene vinculado con la distinción mencionado anteriormente entre el *crowdfunding* directo, en el que es el propio promotor quien capta la financiación a través de una plataforma *online* y el *crowdfunding* intermediado, en el que el promotor se sirve de una plataforma operada por un proveedor de servicios de *crowdfunding* para captar fondos⁴⁴⁶. Como señala Hernández Sainz, el *crowdfunding* inmobiliario articulado mediante contratos de cuentas en participación es utilizado por empresas promotoras o constructoras que ofrecen al público, a través de una plataforma *online* bajo su control, la posibilidad de invertir en sus propios proyectos de construcción o rehabilitación,

⁴⁴⁵ Art. 55 Ley 18/2022. Rodríguez Martínez (2023), pp. 19 y 20.

⁴⁴⁶ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 344. Hernández Sainz (2017), p. 132.

articulando esa inversión mediante tantos contratos de cuentas en participación como inversores invierten en un proyecto concreto. Se trata, por tanto, de una forma de *crowdfunding* directo. Aportada la financiación con fundamento en los contratos 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 es vendido con posterioridad⁴⁴⁷.

Por la doctrina, la fórmula contractual de las cuentas en participación ha sido considerada una figura controvertida que ha suscitado amplios debates, respecto a su naturaleza jurídica, su configuración estructural y sus funciones, entre otros, por su magra regulación contenida en los artículos 239 a 243 del Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio (en adelante: CCom), incluso cuestionando su licitud⁴⁴⁸. En la práctica, los modelos de contrato predispuestos en el *crowdfunding* inmobiliario lo configuran como un contrato bilateral de colaboración financiera, con finalidad de inversión, sin atribuir al partícipe ningún derecho de propiedad o derecho de garantía sobre el inmueble, negando toda posible relación societaria, o cualquier vínculo entre los distintos partícipes en el mismo proyecto y prohibiendo al partícipe cualquier participación o injerencia en la gestión del proyecto o en la toma de decisiones relativas al mismo, limitándose sus derechos de información e incluso permitiendo la cesión de la posición contractual del gestor sin su consentimiento⁴⁴⁹. Como señala Hernández Sainz, bajo la LFFE, antes de su reforma resultante del Reglamento (UE) 2020/1503, podía concluirse que, en España, estaba prohibido captar financiación mediante contratos de cuentas en participación a través de una plataforma de *crowdfunding* que, debidamente

⁴⁴⁷ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 344. Hernández Sainz (2017), p. 133.

⁴⁴⁸ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 344. Hernández Sainz (2017), pp. 133 y 134, quien señala que la fórmula contractual de las cuentas en participación conoce una larga historia en España, que gracias a su gran plasticidad funcional por lo que puede adaptarse a finalidades diversas, amparado por la amplia libertad de las partes para configurar el contrato, se ha empleado con especial intensidad en el sector inmobiliario como instrumento de captación de fondos.

⁴⁴⁹ Hernández Sainz (2017), pp. 137 y 141 - 143, quien señala que la Comisión europea considera este mecanismo de *crowdfunding* como una figura distinta de los instrumentos societarios de captación de financiación y lo incardina en el denominado *crowdfunding* de participación en beneficios (*profit-sharing* o *revenue-sharing crowdfunding*), una subcategoría de *crowdfunding* de inversión diferente del modelo de participación en el capital (*equity crowdfunding*).

autorizada e inscrita, actuó como intermediaria profesional. Esto porque, conforme a su artículo 49.d), actualmente derogado, los proyectos de financiación en los que intermedie la plataforma, debían necesariamente instrumentarse a través de algunos de los mecanismos expresamente previstos en su artículo 50, actualmente derogado, a saber: emisión o suscripción de obligaciones, acciones ordinarias o privilegiadas, u otros valores representativos de capital; emisión o suscripción de participaciones de sociedades limitadas o solicitud de préstamos, incluidos los participativos. En consecuencia, las plataformas autorizadas no podían autorizar la captación de financiación mediante contratos de cuentas en participación, siendo infracción muy grave la utilización de una modalidad de captación de fondos distinta de las previstas⁴⁵⁰. Sin embargo, esta interpretación no resultaría de aplicación al *crowdfunding* directo ahora que en la LFFE solamente se regulaba el *crowdfunding* intermediado. De esta manera, además, se impedía la aplicación de la normativa sobre emisiones contenida en la normativa comunitaria y en los arts. 33 y ss. del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), eludiendo así la prohibición de captación directa de financiación mediante emisión de cualquier clase de valores que contiene el art. 35.3 TRLMV. Así, podía concluirse que el *crowdfunding* directo articulado mediante contratos de cuentas en participación era lícito, puesto que no estaba prohibido, quedando al margen de la regulación financiera y de la aplicación de cualesquiera normas de protección del inversor, por tanto, sin necesidad de ofrecer una mínima información, ni someterse al control de autoridad alguna⁴⁵¹.

Respecto al *crowdfunding* indirecto o intermediario, esta interpretación también puede aplicarse a la regulación sobre el *crowdfunding* tras la reforma de la LFFE adoptándola

⁴⁵⁰ Hernández Sainz (2017), pp. 138 y 139, quien señala que «esta interpretación es corroborada por los antecedentes legislativos de la propia LFFE, pues durante su tramitación parlamentaria se propuso la inclusión de los contratos de cuentas en participación como instrumentos a través de los cuales los promotores pudieran obtener financiación participativa en el marco de las plataformas, siendo rechazadas las enmiendas en tal sentido» y «es coherente con esta finalidad [KvDL: la protección a los inversores como objetivo esencial de la regulación de la financiación participativa] que se prohíba la utilización en las plataformas de instrumentos de captación de inversión complejos y con un régimen jurídico incierto, como es el contrato de cuentas en participación. Además señala que, ahora que se trata de una actividad reservada a las plataformas de *crowdfunding* debidamente autorizadas e inscritas de acuerdo con los artículos 48.1 y 46.1 LFFE, actualmente modificados, el hecho de operar como intermediaria profesional sin haber obtenido la pertinente autorización, ya convirtiera en ilícita en sí misma la actividad de intermediación en la captación de fondos mediante contratos de cuentas en participación.

⁴⁵¹ Hernández Sainz (2017), pp. 139 y 140, quien señala que así se había encontrado un resquicio en la normativa sobre captación de fondos del público inversor, para poder recurrir al ahorro público.

al Reglamento (UE) 2020/1503, en vista de la definición del concepto de servicio de financiación participativa descrito anteriormente, limitándolo a la facilitación de la concesión de préstamos y la colocación de valores negociables y de instrumentos admitidos como se desprende de los artículos 2.1.a), b), m) y n) del Reglamento (UE) 2020/1503, refiriéndose al artículo 4, apartado 1, punto 44, de la Directiva 2014/65/UE con respecto a la definición de valores negociables en la cual la posición contractual del partícipe mediante un contrato de cuentas en participación puede difícilmente incorporarse. Respecto al *crowdfunding* directo, recordamos la introducción en España por la Ley 18/2022 del régimen para las «plataformas no armonizadas». Ahora, como hemos señalado anteriormente, este régimen se aplica tan solo a las entidades que presten servicios de financiación participativa como regulados por el Reglamento (UE) 2020/1503, pero que no estén sujetas al mismo por incurrir en las excepciones previstas en su articulado, es decir porque presten servicios de financiación participativa a promotores de proyectos que sean consumidores o publiquen ofertas de financiación participativa cuyo importe sea superior a 5 millones de euros. Así, cabe concluir que el *crowdfunding* directo articulado mediante contratos de cuentas en participación sigue aún no regulado y, por tanto, siendo lícito a pesar de los mayores riesgos que asume el inversor.

B. Sociedades anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario y Fondos de Inversión Inmobiliaria

Como verdadera alternativa al *crowdfunding* inmobiliario, que además puede considerarse de competencia al *crowdfunding*, podemos destacar las Sociedades anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (en adelante: SOCIMI), mencionadas anteriormente. Las SOCIMI fueron introducidas en el año 2009 con la finalidad de otorgar liquidez al inmovilizado en la época de crisis. Se trata de sociedades de inversión inmobiliaria que cotizan en bolsa, para las cuales se requiere un capital social mínimo de 5 millones de euros, con al menos 50 accionistas presentes. Su actividad económica consiste en la inversión en activos inmuebles urbanos, tanto de carácter residencial como comercial, tras su adquisición, promoción o rehabilitación para su posterior alquiler. Los inmuebles deben tenerse arrendados al menos durante 3 años antes de poder venderlos, o 7 en el caso de promociones propias. Gozan de ventajas

fiscales, y son en general muy rentables. Las SOCIMI han tenido un gran crecimiento tanto en volumen de activos manejados como en la cotización bursátil desde la reforma legislativa del año 2012. El crecimiento de este tipo de sociedades ha sido exponencial, siendo de 8 veces en el año 2014, alcanzando los 90 en 2019. Aunque se aplica un proceso bastante similar al *crowdfunding*, Molina Martínez *et al.* señalan que partiendo del supuesto de “la democratización de la inversión inmobiliaria”, mencionado anteriormente, no se ven tan presentes como en el caso de la financiación mediante el *crowdfunding*⁴⁵². Como destaca Hernández Sainz, frente a ella, los SOCIMI no brindan la oportunidad de invertir directamente en concretos proyectos inmobiliarios elegidos por el inversor mismo⁴⁵³.

También podemos destacar como alternativa al *crowdfunding* inmobiliario, los Fondos de Inversión Inmobiliaria (en adelante: FII), mencionados anteriormente, que pueden describirse como instrumentos de inversión o patrimonios sin personalidad jurídica donde se invierte en la adquisición de activos inmobiliarios para su arrendamiento y que están en posesión de Instituciones de Inversión Colectiva o más individuos que además se encargan de gestionarlos. La principal diferencia entre un inversor del fondo y el de la sociedad en el caso del *crowdfunding* de inversión inmobiliario, es que el inversor del fondo adquiere una parte del patrimonio del fondo, mientras que el inversor de la sociedad pasa a ser accionista de dicha sociedad. Sin embargo, como señalan Molina Martínez *et al.*, los FII han ido decreciendo en popularidad y número desde el inicio de su creación. Este decrecimiento en número viene motivado por diversas razones, pero principalmente se asocia a la crisis financiera del año 2008 que devaluó los activos inmuebles y, en consecuencia, el valor de este tipo de fondos. Por tanto, según Molina Martínez *et al.*, estos fondos no se consideran de competencia efectiva a las plataformas del *crowdfunding* inmobiliario⁴⁵⁴.

⁴⁵² Molina Martínez *et al.* (2024), pp. 85 y 86. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 321. Las SOCIMI se rigen por la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, reformada por la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica.

⁴⁵³ Hernández Sainz (2017), p. 128.

⁴⁵⁴ Molina Martínez *et al.* (2024), p. 86. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 322. Los FII se rigen por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC) y el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

En comparación con las plataformas del *crowdfunding* inmobiliario, las SOCIMI y los FII destacan por la cantidad de ingresos que pueden obtener. Donde la única fuente de ingresos de las plataformas del *crowdfunding* generalmente consiste en la comisión de éxito o de levantamiento de proyecto, y, por tanto, no siempre los resultados de estas inversiones se trasladan automáticamente a la cuenta de resultados de estas plataformas, las otras empresas pueden recibir ingresos por los servicios que prestan y por su integración en el proyecto promovido. También conviene recordar que los ingresos de las SOCIMI pueden estar vinculados a una cartera de activos mayor en comparación con las plataformas del *crowdfunding*. Si bien los grupos inmobiliarios tradicionales generan ingresos significativos, las plataformas de *crowdfunding* también han experimentado un fuerte crecimiento en los últimos años, el cual podría ser motivado por la integración del pequeño inversor en su modelo de negocio, lo que, a pesar de no aportar o generar grandes cantidades, supone un gran número de aportaciones, teniendo en cuenta, además, que muchas de estas plataformas aún se encuentran en fase de crecimiento o expansión⁴⁵⁵.

C. Inversores privados

Por último, aunque más como contraparte del objetivo del *crowdfunding*, y, por tanto, no tanto como alternativa al *crowdfunding* inmobiliario, puede destacarse el grupo de inversores privados que representa una pequeña parte de este mercado, pero con gran poder adquisitivo. Entre sus principales características destaca la presencia de personas físicas con gran capital generado en grandes empresas de otros sectores, quienes canalizan sus ahorros como inversiones hacia el mercado inmobiliario⁴⁵⁶.

D. Observaciones conclusivas

Aunque no son una alternativa al *crowdfunding* inmobiliario en sí mismo, destacan las plataformas del *crowdfunding* inmobiliario que aplican el modelo de contratos en cuenta de participación. Consiste esta modalidad en que la retribución del inversor es una participación en los beneficios o pérdidas derivados de la gestión del inmueble. Se celebra un contrato de cuentas en participación entre el promotor y cada uno de los inversores.

⁴⁵⁵ Molina Martínez *et al.* (2024), pp. 91 y 92, 98 y 99, quienes destacan que la supervivencia de las plataformas de *crowdfunding* españolas va ligada a la concesión de créditos por parte del Estado para hacer frente los gastos operativos, los cuales pueden ser superiores a los ingresos de algunas de estas plataformas.

⁴⁵⁶ Molina Martínez *et al.* (2024), p. 86.

Se trata de una figura convertida que, a diferencia de su modalidad indirecta, la cual, en vista de los mecanismos previstos bajo la LFFE para la recaudación de fondos, puede considerarse prohibida, en su modalidad directa puede considerarse lícita, es decir alegal, al no ser regulada por la LFFE o la TRLMV, escapándose así de la normativa sobre captación de fondos del público inversor y la protección del último⁴⁵⁷. Si entendemos que el *crowdfunding* inmobiliario propiamente dicho es solo el indirecto, es decir, aquel en que la plataforma actúa como intermediaria entre inversores y promotores, el modelo de contratos en cuenta de participación en la modalidad lícita, es decir, la modalidad directa no le podríamos considerar una modalidad del *crowdfunding* inmobiliario en sentido estricto.

Como alternativas al *crowdfunding* inmobiliario pueden destacarse las SOCIMI y los FII que destacan por la cantidad de ingresos que pueden obtener. Las SOCIMI son sociedades de inversión inmobiliaria que cotizan en bolsa y cuya actividad consiste en la inversión en activos inmuebles urbanos para su posterior alquiler. Gozan de ventajas fiscales, y son en general muy rentables y han conocido un gran crecimiento, aunque, partiendo del supuesto de “la democratización de la inversión inmobiliaria”, no se ven tan presentes. Los FII pueden describirse como patrimonios sin personalidad jurídica donde se invierte en la adquisición de activos inmobiliarios para su arrendamiento, y donde el inversor adquiere una parte del patrimonio del fondo. Los FII han ido decreciendo en popularidad y número desde el inicio de su creación, principalmente debido a la crisis financiera del año 2008⁴⁵⁸. Dado su origen en las fuentes tradicionales de financiación inmobiliaria y su carácter más constitucional, cabe preguntarse si estas alternativas resultan ser una alternativa seria en la práctica para los inversores que recurren al *crowdfunding* inmobiliario precisamente por sus características específicas, tal como se han descrito anteriormente.

Por último, más como contraparte del objetivo de *crowdfunding*, puede destacarse el grupo de inversores privados, aun pequeño pero con gran poder adquisitivo⁴⁵⁹.

⁴⁵⁷ Goñi Rodríguez de Almeida (2020), p. 344. Hernández Sainz (2017), pp. 138 – 140.

⁴⁵⁸ Molina Martínez *et al.* (2024), pp. 85 y 86, 91 y 92. Goñi Rodríguez de Almeida (2020), pp. 321 y 322.

⁴⁵⁹ Molina Martínez *et al.* (2024), p. 86.

CONCLUSIONES

1. El *crowdfunding* en su concepto actual puede describirse como el proceso de la recaudación de fondos de un gran número de personas a través de internet para un proyecto específico. El *crowdfunding* puede considerarse una manifestación de la economía colaborativa: gracias al factor tecnológico que permite y facilita desarrollar portales y comunidades sociales en línea a bajo coste y con acceso a un amplísimo colectivo, ha podido surgir como modelo alternativo a la financiación bancaria canalizando el ahorro colectivo hacia demandantes de fondos. A partir de la crisis financiera mundial del año 2008, que conllevó el retraimiento de los principales actores del mercado de la financiación, especialmente para pymes y empresas emergentes, el *crowdfunding* ha demostrado su potencial conociendo un crecimiento rápido. Así, también se ha convertido en un modelo de financiación dirigida al mercado inmobiliario.
2. El *crowdfunding* cubre muchas disciplinas de financiación para diversos propósitos. Sin embargo, la existencia de plataformas digitales como la infraestructura tecnológica sobre la que se asienta, consiste en el factor pivote imprescindible, posibilitando la intermediación entre el colectivo de personas que quieren invertir y la persona que necesita financiación. El papel de las plataformas puede considerarse el aspecto novedoso del *crowdfunding* en su concepto actual que ha provocado un proceso de desintermediación financiera que permite la eliminación de barreras, la reducción de costes y la inclusión del emprendimiento social.
3. La variedad en proyectos y disciplinas de su financiación conlleva una variedad de esquemas jurídicos y económicos bajo la cual puede practicarse el *crowdfunding* que deben calificarse para determinar la normativa aplicable. Si bien, lejos de crear cierta homogeneidad, de la doctrina pueden desprenderse diferentes clasificaciones de modalidades del *crowdfunding* en función de una variedad de tipologías. Sin embargo, tras un estudio más detenido, las diferencias entre estas clasificaciones a menudo parecen menores, tratándose más bien de matices. Por tanto, y así contribuyendo a la deseada homogeneidad, puede recurrirse a las siguientes distinciones a menudo utilizadas. A nivel más general se trata de la distinción entre, (i) según el papel de la plataforma, el *crowdfunding* indirecto en el que la plataforma actúe como

intermediaria, y el *crowdfunding* directo en el que la plataforma es el propio promotor; y, (ii) según la contraprestación ofrecida al inversor, el *crowdfunding* no financiero que se realiza sin contraprestación dineraria, y el *crowdfunding* financiero que se realiza con contraprestación dineraria. A nivel más concreto se trata de la distinción entre las modalidades del *crowdfunding* en función del tipo de contraprestación que reciben los inversores: (i) de donación (*donation-based*), sin contraprestación alguna; (ii) de recompensa (*reward-based*), con contraprestación no financiera; (iii) de préstamo (*lending-based*), con contraprestación de recibir intereses; y (iv) de inversión (*equity-based*), con contraprestación de recibir dividendos u otros beneficios obtenidos por la empresa. Otras modalidades distinguidas por la doctrina a menudo pueden considerarse submodalidades dentro de las modalidades de esta clasificación concretando su aplicación en función de la tipología utilizada como la finalidad del proyecto. El conjunto de las submodalidades que van dirigidas al sector inmobiliario puede considerarse constituir el *crowdfunding* inmobiliario.

4. A pesar de la diversidad en finalidad, motivación y carácter de la transacción, el *crowdfunding* y sus modalidades tienen en común que en su base intervienen las mismas partes: (i) los «promotores» del proyecto quienes solicitan financiación; (ii) los «inversores» quienes están dispuestos a aportarla; y (iii) los «proveedores» de las plataformas *online* quienes actúan como la parte intermediaria entre los promotores y los inversores. Sus relaciones jurídicas resultan en un modelo «triangular»: una vertical entre el proveedor y cada uno de los inversores y el promotor, y una horizontal entre el promotor y cada uno de los inversores.

El proveedor está encargado de la gestión del proceso del *crowdfunding* en el que pueden distinguirse las fases (i) de prefinanciación, en la que el promotor propone su proyecto con la información necesaria; (ii) de financiación, en la que el proveedor evalúa el proyecto (diligencia debida), y que, superada la evaluación, se publica el proyecto y la información sobre el mismo a través de la plataforma y se reclutan inversores entre la multitud; y (iii) de post financiación, en la que, cuando se alcance el importe objetivo durante la campaña y se avanza el proyecto, se pagan los fondos recaudados al promotor, se desarrolla el proyecto y, finalmente, en su caso, se paga la contraprestación a los inversores.

5. Aunque el *crowdfunding* innegablemente ofrece ventajas como (i) para los inversores la libre elección entre proyectos, una mayor rentabilidad, la diversificación y limitación del riesgo; y (ii) para los promotores la posibilidad de obtener financiación a condiciones más favorables y la posibilidad de conocer las opiniones del público; también existen riesgos, especialmente para los inversores, como los mayores riesgos que pueden correr relacionados con el proyecto y el promotor y con sus conocimientos; y la falta de un esquema de garantía en que pueden confiar.
6. Después de su auge, tanto en España como en los Países Bajos se introdujo una normativa sobre el *crowdfunding* que en ambos casos se dirigía al *crowdfunding* financiero buscando, por un lado, el equilibrio entre el fomento del *crowdfunding* y, por otro, la seguridad jurídica ofreciendo protección a los intereses de los promotores y los inversores. Sin embargo, los legisladores español y neerlandés optaron por enfoques diferentes. Donde el legislador español optó por una legislación específica con la introducción de la LFFE, el legislador neerlandés optó por la inclusión en la legislación general sobre la supervisión financiera, encabezado por la *Wft*. A pesar de la diferencia en enfoque, ambos regímenes muestran similitudes significativas estableciendo un conjunto de requisitos para las plataformas y su gestión. Aunque el régimen español establecido por la LFFE parece ser más detallado, lo que puede beneficiar la seguridad jurídica de las partes, el régimen neerlandés parece adecuar mejor los intereses de los inversores. Su inclusión en la legislación general sobre la supervisión financiera además podría beneficiar su posición relativa dentro de esta área del derecho.
7. Con el Reglamento (UE) 2020/1503 se introdujo una normativa uniforme y propia de la financiación participativa a nivel de la UE que puede beneficiar significativamente al sector, ahora que aspira evitar la disparidad normativa existente entre los distintos Estados miembros, proporcionando seguridad jurídica y facilitando el acceso al capital para las empresas, especialmente para pymes y empresas emergentes, dando así un paso hacia la UMC. Si bien, el Reglamento (UE) 2020/1503 no establece un marco jurídico integral del *crowdfunding* sino que regula la figura de los proveedores de servicios de financiación participativa como intermediarios dedicados a reunir a promotores e inversores a través de una plataforma en línea. Así integra el factor

electrónico en su concepto legal, pero se limita a aquellos proveedores asociados al *crowdfunding* financiero y deja fuera de su ámbito de aplicación aquellas operaciones iniciadas por consumidores y aquellas que requieren la publicación de folleto.

Al objetivo de facilitar el acceso al capital contribuye la introducción por el Reglamento (UE) 2020/1503 de un régimen de pasaporte global en favor de proveedores autorizados, facilitándolos la prestación transfronteriza de sus servicios. Sin embargo, podemos observar que, en ocasiones, el Reglamento (UE) 2020/1503 tiene un impacto significativo en los proveedores y los promotores, conllevando cargas adicionales en comparación con los regímenes nacionales iniciales. Destacamos los requisitos para la obtención de la autorización necesaria para poder realizar la actividad de proveedor y la prohibición de participar en ofertas publicadas en su plataforma, permitido bajo el régimen español inicial, o la obligación de que los proveedores requieren autorización adicional o deben contratar a un proveedor de servicios de pago autorizado para facilitar los flujos de fondos, donde el régimen neerlandés permite establecer fundaciones de fondos de terceros para el mismo.

Además de contribuir a la armonización del régimen para las plataformas de *crowdfunding*, el Reglamento (UE) 2020/1503 parece también contribuir a la mejora de la protección del inversor reforzando el suministro de información al mismo. Destacamos la introducción de la obligación para los proveedores de proporcionar una hoja de información esencial sobre la inversión y, similar al régimen neerlandés, la obligación de realizar una prueba inicial de conocimientos y de reconocer un derecho de reflexión con respecto al inversor no experimentado, sin establecer, sin embargo, limitación en el importe de la inversión, conocido en el régimen español. Teniendo en cuenta la responsabilidad del promotor en cuanto a la información sobre el proyecto, establecido por el Reglamento (UE) 2020/1503, este aumento de obligaciones podría dar lugar a cuestiones legales sobre la división de responsabilidades hacia los inversores.

8. Al incorporar el Reglamento (UE) 2020/1503 a la legislación nacional, señalamos que los legisladores español y neerlandés han adoptado el mismo enfoque que durante la introducción de la legislación inicial sobre el *crowdfunding*. Sin embargo, esta diferencia puede considerarse relativa ahora que en ambos casos el marco jurídico

sustantivo para las plataformas de *crowdfunding* se basa en el Reglamento (UE) 2020/1503 y, por tanto, tan solo los temas que requieren mayor desarrollo en la legislación nacional de conformidad con el Reglamento (UE) 2020/1503, han sido agrupados por el legislador español en una ley específica, la LFFE, a contrario del legislador neerlandés que los ha incorporado haciendo ajustes en la legislación general sobre la supervisión financiera, encabezado por la *Wft*. De mayor importancia puede ser la creación de un marco legal en la LFFE para las plataformas que prestan servicios de *crowdfunding*, a las que se aplican las excepciones del Reglamento (UE) 2020/1503, lo que puede contribuir a una mayor claridad. En el caso de los Países Bajos podría decirse que se está produciendo un movimiento contrario ahora que la introducción del Reglamento (UE) 2020/1503 sí ha dado lugar a una forma de fragmentación legislativa.

9. Tras el auge del *crowdfunding*, tanto en España como en los Países Bajos, aparecieron, con cierto retraso, plataformas especializadas en inversiones en el sector inmobiliario abriendo la posibilidad para la multitud de invertir en él. Este retraso podría explicarse por una reticencia inicial de los pequeños inversores debido a las características del *crowdfunding* inmobiliario, como su complejidad, que finalmente fue mitigada por la introducción de la legislación específica sobre el *crowdfunding*. Aunque todavía considerablemente por detrás de la financiación inmobiliaria bancaria, el *crowdfunding* inmobiliario se ha mostrado un nuevo nicho de inversión en el mercado inmobiliario con un fuerte crecimiento en los últimos años, en términos de presencia de plataformas de *crowdfunding* inmobiliario y de recaudación de fondos a través de ellas, con mayor éxito en los Países Bajos. Este mayor éxito puede deberse al mayor impacto de la crisis financiera en España que puede haber provocado una reticencia más profunda. Otra razón podría ser la forma diferente en que el *crowdfunding* se ha regulado inicialmente en ambos países -quizás menos formal y más pragmático en los Países Bajos. Cabe observar el efecto de la introducción de la normativa de la UE sobre el *crowdfunding*.
10. Aunque no se excluye el uso de otras modalidades del *crowdfunding*, en su adaptación a proyectos inmobiliarios, por su característica de obtener un retorno financiero o beneficio, generalmente nos encontramos ante el *crowdfunding* financiero, es decir el

crowdfunding de préstamo y el de inversión. De estas modalidades la de inversión es la más utilizada en España, mientras que en los Países Bajos es la de préstamo. Se señala que pueden conllevar un perfil de inversor muy diferenciado de los modelos no financieros. Además, no tan solo se manifiestan de forma intermediaria sino también de forma directa lo que podría alejar el *crowdfunding* inmobiliario todavía más del concepto de la economía colaborativa y, tal vez, conducir al desarrollo de dos fenómenos paralelos, el *crowdfunding* financiero, capaz de canalizar flujos monetarios mucho más importantes y con perfiles de inversor de altas capacidades adquisitivas, frente al no financiero. En cualquier caso, partiendo del papel de intermediario, puede considerarse solo el indirecto como el *crowdfunding* inmobiliario propiamente dicho.

11. En vista de su especial objeto -un proyecto inmobiliario-, y su supuesto de «la democratización de la inversión inmobiliaria», pueden distinguirse varias ventajas y riesgos de carácter general asociadas a la nueva forma de inversión inmobiliaria que es el *crowdfunding* inmobiliario como, con respecto a las ventajas, la posibilidad de la aportación de importes pequeños y la diversificación del riesgo, y, con respecto a los riesgos, la posibilidad de la pérdida de la inversión y la fluctuación de los mercados. También pueden distinguirse riesgos de carácter más concreto si enfocamos en las diferentes modalidades del *crowdfunding* inmobiliario como, en el caso del *crowdfunding* de préstamo, el riesgo por el posible impago, sin tener los inversores la doble alternativa de obtener rentabilidad como en el *crowdfunding* de inversión, y, en el caso de *crowdfunding* de inversión, el hecho de que los inversores no adquieren derecho real alguno sobre el inmueble objeto de la inversión ya que este derecho pertenece a la sociedad constituida para la gestión del proyecto. Las medidas de protección del inversor establecidas a través del Reglamento (UE) 2020/1503 abordan los problemas necesarios, pero no todos como el riesgo de que el proyecto no se llegue a realizar y el riesgo geográfico cuando el proyecto que se financia radique en suelo extranjero. Queda por ver si la existencia de estos riesgos conducirá a una reducción del uso del *crowdfunding* inmobiliario teniendo en cuenta que las estadísticas presentadas sobre la evolución del *crowdfunding* inmobiliario no lo parecen sustentar, y que los riesgos identificados, hasta cierto punto, no se limitan al

crowdfunding inmobiliario, posibilitando justamente el *crowdfunding* en general hacer pequeños aportaciones y diversificar riesgos.

12. Si bien, el desconocimiento de la legislación aplicable como manifestación del riesgo geográfico no es exclusivo del *crowdfunding* inmobiliario, puede ser relevante en este contexto, especialmente cuando se dirige al pequeño ahorrador, dado que el inmueble sirve como garantía de la inversión. Este desconocimiento puede conllevar incertidumbres relativas a la adquisición de la propiedad o al establecimiento de garantías sobre el inmueble. Para abordar estas incertidumbres podrían establecerse o reforzarse normas de conflicto y competencia aplicables a estos supuestos, tema que merece estudio posterior más profundo. Para brindar mayor seguridad de antemano, además podría establecerse la obligación de prestar especial atención a este aspecto transfronterizo en la debida diligencia que la plataforma debe observar respecto del proyecto y en la información que debe proporcionarse al inversor, especialmente a través de la ficha de datos fundamentales de la inversión.
13. Como alternativas al *crowdfunding* inmobiliario pueden destacarse las SOCIMI y los FII. Aunque destacan por la cantidad de ingresos que pueden obtener, dado sus características resulta cuestionable si concurren con el supuesto de «la democratización de la inversión inmobiliaria» mencionado anteriormente, supuesto especialmente importante para los inversores que recurren al *crowdfunding* inmobiliario precisamente por sus características específicas. También puede destacarse el modelo de contratos de cuentas en participación aplicado por plataformas de *crowdfunding* inmobiliario que tan solo en su modalidad directa puede considerarse lícita, es decir alegal, al no ser regulada, ni por la LFFE ni por el TRLMV. Escapándose de la normativa sobre captación de fondos del público inversor y, por tanto, la protección del mismo, se trata de una figura convertida que además no puede considerarse una modalidad del *crowdfunding* inmobiliario en sentido estricto que solo sería el indirecto.

BIBLIOGRAFÍA

Bellón, C. y Ruiz-Verdú, P. (2018). El *crowdfunding* y la financiación del emprendimiento. *Análisis económico de la revolución digital. Papeles de economía española*, N° 157, 2018. Editorial Funcas (2018). 128-150. ISSN 0210-9107.

Biemans, J.W.A. y Galema, R. (2020). *Crowdlending* en zekerheden voor de crowd. Economisch empirisch onderzoek en juridische analyse. *Tijdschrift voor Financieel Recht*, Nr. 9 – september 2020. Editorial Den Hollander (2020). 399-412. ISSN 2666-4321.

Burmanje, T. y Quartel, E. (2017). Meer in handen van de samenleving!? *Grondzaken in de praktijk 2017*, afl. 3. Editorial Lefebvre Sdu (2017). 1-6. ISSN 2543-2168.

Busch, D. (2017). Een kapitaalmarktunie voor een verdeeld Europa. *Ondernemingsrecht 2017/12*. Editorial Wolters Kluwer (2017). 1/22-22/22. ISSN 2542-8217.

Busch, D. (2019). Kroniek financieel recht. *Nederlands Juristenblad*, NJB 2019/834. Editorial Wolters Kluwer (2019). 1/16-16/16. ISSN 0165-0483.

Fonticiella Hernández, B. (2021). La financiación participativa o *crowdfunding*. *La protección del inversor minorista en el Panorama Fintech: Crowdfunding criptomonedas e initial coin offerings (ICO)*. Editorial Dykinson (2021). 47-87. ISBN: 978-84-1377-848-8.

García, A. (2016). El “*crowdfunding*” en el sector inmobiliario. *Revista Inmueble*. [El "crowdfunding" en el sector inmobiliario | Revista Inmueble](#). Editorial Global Economist & Jurist (2016). 1-3. ISSN 2335-5573.

Gil Moreno, E. (2021). Entre emprendedores culturales e inversores inmobiliarios: *crowdfunding* en España 2015-2019. *Teknokultura. Revista de Cultura Digital y Movimientos Sociales*, 18(1). Editorial Ediciones Complutense (2021). 13-22. ISSN 1549-2230.

Goñi Rodríguez de Almeida, M. (2020). El *crowdfunding* como herramienta de financiación inmobiliaria: realidades y problemas. *Revista de Derecho Civil*, vol. VII, núm 5 (octubre-diciembre, 2020). Editorial Notyreg Hispania (2020). 315-364. ISSN 2341-2216.

Grundmann – van de Krol, C.M. (2013). *Crowdfunding*: hoe, waarom en regulering. *Ondernemingsrecht 2013/100*. Editorial Wolters Kluwer (2013). 1/3-3/3. ISSN 2542-8217.

Grundmann – van de Krol, C.M. (2021). *Crowdfunding*verordening: hoofdlijnen. *Ondernemingsrecht 2021/28*. Editorial Wolters Kluwer (2021). 1/10-10/10. ISSN 2542-8217.

Hernández Sainz, E. (2017). El *crowdfunding* inmobiliario mediante contratos de cuentas en participación: una fórmula de inversión participativa ¿ilegal o prohibida? *Revista de*

Estudios Europeos, N° 70, julio-diciembre, 2017. Editorial Universidad de Valladolid: Instituto de estudios europeos (2017). 127-149. ISSN: 2530-9854.

López Ortega, R. (2021). Las plataformas de financiación participativa a la luz de la nueva regulación europea del *crowdfunding* (El Reglamento UE 2020/1503, de 7 de octubre de 2020, sobre los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas). *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* 162, Abril-Junio 2021. Editorial Aranzadi La Ley (2021). 1-26. ISSN 0211-6138.

Marcè Calzada, J. (2022). La financiación participativa en la economía de las plataformas. Un cambio de paradigma en las relaciones de crédito. *Actualidad Jurídica Iberoamericana* N° 16, febrero 2022. Editorial Tirant lo Blanch. 1066-1087. ISSN 2386-4567.

Messelink, K.A. (2025). Financiering van mkb-ondernemingen in Nederland: een markt in ontwikkeling. *Financiering, Zekerheden en Insolventiepraktijk, FIP* 2025/90. Editorial Lefebvre Sdu (2025). 1-14. ISSN 2666-6014.

Molina Martínez, P. y González del Pozo, R. (2024). El *crowdfunding* inmobiliario en España. *Revista Universitaria Europea* N° 40. Enero-Junio 2024. Editorial Auresco (2024). 73-102. ISSN 1139 -5796.

Noordam, C.J. (2014). *Crowdfunding*: een nieuw, maar niet minder risicovol alternatief. *Financiering, Zekerheden en Insolventiepraktijk, FIP* 2014/223. Editorial Lefebvre Sdu (2014). 1-9. ISSN 2666-6014.

Ortolani, P. y Louisse M. (ed.) (2021). Introduction: Keep Calm and Continue *Crowdfunding*. *The EU Crowdfunding Regulation*. Editorial Oxford (2021). 3-24. ISBN 9780192856395.

Rodríguez de las Heras Ballell, T. (2013). El *crowdfunding*: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos. *Revista Pensar en Derecho* N° 3, Año 2. Editorial Universitaria de Buenos Aires (2013). 101-123. ISSN: 2314-0186.

Rodríguez Martínez, I. (2023). El nuevo modelo regulador de la financiación participativa. *Revista de Derecho Mercantil* 328, Abril-Junio 2023. Editorial Aranzadi La Ley (2023). 1-39. ISSN 0210-0797.

Tangelder, J.R.C. (2016). Regulering van *crowdfunding*platforms: een goede stap in de verkeerde richting. *Maandblad voor Ondernemingsrecht*, 2016, 5/6. Editorial Boom Juridisch (2016). 111-120. ISSN 2452-3143.

Teichmann, F., Ruxandra Boticiu, S. y Sergi, B.S. (2024). Compliance risks for *crowdfunding*. A neglected aspect of money laundering, terrorist financing and fraud. *Journal of Financial Crime*, Vol. 31 No. 3, 2024. Editorial Emerald Publishing Limited. 575-582. ISSN 1359-0790.

- Va Praag, E.J. (2016). De retailklant in de FinTech wereld: een juridische verkenning. *Ondernemingsrecht 2016/102*. Editorial Wolters Kluwer (2016). 1/13-13/13. ISSN 2542-8217.
- Van Beusekom, A.V.J. (2020). De privaatrechtelijke rechtsverhoudingen bij crowdlending. *Nederlands Tijdschrift voor Burgerlijk Recht, NTBR 2020/36*. Editorial Wolters Kluwer (2020). 1/22-22/22. ISSN 2542-8268.
- Van Beusekom, A.V.J. (2021). De Europese *Crowdfunding*verordening: MiFID II-light voor zakelijke crowdlending? *Tijdschrift voor Financieel Recht, Nr. 6 – juni 2021*. Editorial Den Hollander (2021). 193-203. ISSN 2666-4321.
- Van Eersel, M. (2021). AFM-verkenning naar non-bancaire mkb-financiering. Op naar wettelijke gedragsregels voor alle vormen van kleinzakelijke kredietverlening. *Ondernemingsrecht 2021/80*. Editorial Wolters Kluwer (2021). 1/10-10/10. ISSN 2542-8217.
- Van Kranenbrug, E.L.M. y Melchers, D.A.J.M. (2020). De toekomstige Europese Verordening voor *Crowdfunding*dienstverleners (Deel I). *Tijdschrift voor Financieel Recht, Nr. 11 – november 2020*. Editorial Den Hollander (2020). 193-203. ISSN 2666-4321.
- Van Poelgeest, J.M. (2012). *Crowdfunding* als alternatief voor bankfinancieringen? Juridische berichten voor het Notariaat, JBN 49, oktober 2012. Editorial Lefebvre Sdu (2012). 6-9. ISSN 0925-6814.
- Van Poelgeest, J.M. (2014). *Crowdfunding*, mede mogelijk gemaakt door de wetgever? *Onderneming en Financiering, O&F 2014 (22) 4*. Editorial Boom Juridisch (2014). 38-61. ISSN 2468-9297
- Van Poelgeest, J.M. (2016). *Crowdfunding* in 2016. *Nieuwsbrief Bedrijfsjuridische berichten, Bb 2016/24*. Editorial Wolters Kluwer (2016). 99-104. ISSN 0922-0852.
- Van Poelgeest, J.M. (2017). *Crowdfunding* en Compliance. *Tijdschrift voor Compliance - april 2017*. Editorial Den Hollander (2017). 122-126. ISSN 1568-0835.
- Van Poelgeest, J.M. (2021). De *Crowdfunding*verordening, a brand new beginning. *Onderneming en Financiering, O&F 2021 (29) 1*. Editorial Boom Juridisch (2021). 6-25. ISSN 2468-9297.
- Villacorta Hernández, M.Á. (2023). La financiación participativa (*crowdfunding*) como método alternativo de financiación empresarial. *Revista de Contabilidad y Tributación. CEF*, 489. Editorial Centro de Estudios Financieros – CEF (2023). 149-186. ISSN 2695-6896.
- Wallinga, M.W. (2021). De consument op de financiële markten: Europese en nationale ontwikkelingen van het financieel consumentenrecht (deel II). *Tijdschrift voor Consumentenrecht & Handelspraktijken, TvC 2021(6)*. Editorial Paris (2021). 349-360. ISSN 1877-4059.