

EL CROWDFUNDING INMOBILIARIO MEDIANTE CONTRATOS DE CUENTAS EN PARTICIPACIÓN: UNA FÓRMULA DE INVERSIÓN PARTICIPATIVA ¿ALEGAL O PROHIBIDA?¹

REAL ESTATE CROWDFUNDING VIA PROFIT SHARING AGREEMENT. IS IT FORBIDDEN OR IS IT JUST AN UNREGULATED CROWDFUNDING MODEL?

Esther HERNÁNDEZ SAINZ
Universidad de Zaragoza

Resumen: El crowdfunding inmobiliario es una modalidad de financiación participativa de carácter colectivo para proyectos inmobiliarios a través de plataformas electrónicas de reciente aparición en España que ha experimentado un fuerte crecimiento en apenas tres años. Se han utilizado fórmulas diversas para la canalización de fondos hacia proyectos inmobiliarios y, entre ellas, el contrato de cuentas en participación. El objeto de este trabajo es delimitar el concepto de crowdfunding inmobiliario y analizar las particularidades de su articulación jurídica mediante contratos de cuentas en participación, así como determinar si es una modalidad prohibida por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial (en adelante LFFE), o simplemente una variante alega o no regulada y cuáles son los riesgos que presenta para el inversor.

Palabras clave: financiación participativa inmobiliaria, financiación participativa mediante participación en beneficios, protección del inversor, transparencia, plataformas de financiación participativa.

Abstract: Real estate crowdfunding is a subcategory of crowdfunding that allows raising funds for real estate projects through an Internet based platform. This new crowdfunding model has experienced strong growth in just three years. The aim of this article is to define real state crowdfunding and to analyse the peculiarities of its legal articulation through a profit sharing agreement (an ancient Spanish agreement model similar to a silent partnership). The article also seeks to determine if real estate crowdfunding is forbidden by the Law 5/2015 to promote business financing that regulates financial crowdfunding or it is an unregulated crowdfunding model and which kind of risks this crowdfunding category entails for investors.

Key words: real estate crowdfunding, profit-sharing crowdfunding model, investor protection, disclosure, crowdfunding platforms.

Sumario: 1. Introducción. La irrupción de una nueva modalidad de financiación participativa: el crowdfunding inmobiliario mediante cuentas en participación. 2. El crowdfunding inmobiliario. Delimitación conceptual y modalidades practicadas en España. 3. La utilización del contrato de cuentas en participación para la captación de financiación del público en general destinada a proyectos inmobiliarios participativos. 3.1. Descripción del funcionamiento del mecanismo de inversión mediante

¹ Este trabajo se ha realizado en el marco del Proyecto de Investigación nº 264108 "Nuevas vías jurídicas de acceso a la vivienda" financiado por la Cátedra Zaragoza Vivienda y del Grupo consolidado de investigación aplicada S14/3 Promoción, contratación y fiscalidad electrónicas (e-PROCOFIS) de la Universidad de Zaragoza.



cuentas en participación en las plataformas existentes en nuestro país. 3.2. La configuración del contrato de cuentas en participación como un contrato bilateral de inversión al servicio del crowdfunding inmobiliario. 4. El crowdfunding inmobiliario mediante cuentas en participación. Entre la ilegalidad y la alegalidad. 4.1. La prohibición del crowdfunding intermediado instrumentado mediante cuentas en participación. 4.2. La alegalidad del crowdfunding directo instrumentado mediante cuentas en participación. 5. La necesidad de regular el crowdfunding directo instrumentado en cuentas en participación para reducir los riesgos que afronta el partícipe inversor. 5.1. Los riesgos que asume el partícipe inversor en el crowdfunding directo mediante cuentas en participación. 5.2. Opciones para la regulación del crowdfunding directo mediante cuentas en participación que pueden garantizar un nivel de protección suficiente al inversor. 6. Conclusiones. V7. Bibliografía y documentos de interés.

1. INTRODUCCIÓN. LA IRRUPCIÓN DE UNA NUEVA MODALIDAD DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA: EL *CROWDFUNDING* INMOBILIARIO MEDIANTE CUENTAS EN PARTICIPACIÓN.

El *crowdfunding* o financiación participativa consiste en la captación de pequeñas cantidades de dinero de una pluralidad de personas a través de una plataforma en Internet con el objetivo de obtener financiación para cualquier tipo de proyecto. Las plataformas electrónicas de financiación participativa permiten articular canales directos de conexión entre demandantes y oferentes de financiación en cualesquiera ámbitos, sin la intermediación de la Banca o de otras entidades financieras tradicionales. Aunque ha tardado algo más el fenómeno del *crowdfunding* también ha llegado al mercado inmobiliario y así, en los últimos tres 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 cualquier interesado. Frente a otras alternativas como la participación en Sociedades Cotizadas de Inversión Inmobiliaria o en Sociedades o Fondos de inversión inmobiliaria, el *crowdfunding* inmobiliario se publicita como una posibilidad de invertir directamente en concretos inmuebles o proyectos inmobiliarios elegidos por el inversor a quien se otorga un elevado nivel de autonomía en la adopción de sus decisiones de inversión.

Al igual que otras modalidades de *crowdfunding*, el enfocado al mercado inmobiliario, surge y se desarrolla inicialmente en Estados Unidos, desde donde se ha extendido a Europa e Hispanoamérica con cierto éxito². En España, el *crowdfunding* inmobiliario irrumpió con fuerza en 2015 y ha tenido un crecimiento vertiginoso en los dos últimos años³. En la actualidad, existen cerca

² Según Bieri, D. S (2015), p. 5 el volumen de inversión en el mercado inmobiliario en EE.UU., vía *crowdfunding*, alcanzó 1.500 millones de dólares en 2015, el 0,5 % del volumen del mercado inmobiliario y se calcula que superó los 3.500 millones de dólares en 2016. En este país destacan algunos proyectos emblemáticos financiados por esta vía como la construcción del AKA United Nations en Nueva York con una campaña de *crowdfunding* en la que se captaron 12 millones de dólares. Dato proporcionado por Athawal, N. (2017). Según el Informe de ZHANG et al. (2016), pp. 31-32, en 2015, el *crowdfunding* inmobiliario alcanzó en Europea un volumen de 26,97 millones de euros, previéndose un rápido crecimiento para 2016. Un listado de las principales plataformas europeas e hispanoamericanas puede consultarse en <https://www.brickfunding.com/es/plataformas/>, donde se aprecia que esta fórmula ha alcanzado cierto éxito en Francia, México, Chile o Argentina, entre otros países

³ En 2015, según el Informe de Zhang et al. (2016), p. 68, de los 50 millones de euros de financiación participativa que se captaron a través de plataformas en nuestro país, 2,9 millones correspondieron a plataformas de *crowdfunding* inmobiliario (lo que supone un 5,8 %), pese a lo novedoso del fenómeno,

de una decena de plataformas *on line* que están publicitando proyectos de financiación participativa para inversiones en el sector inmobiliario⁴ y que atraen una porción relevante de las inversiones participativas de nuestro país⁵. Todas ellas tienen en común que posibilitan a cualquier persona la inversión indirecta de pequeñas cantidades⁶ en negocios relacionados con activos del sector inmobiliario (solares, viviendas, oficinas, naves industriales) que, una vez adquiridos y generalmente tras su construcción o rehabilitación, son alquilados o revendidos, retribuyéndose al financiador con una participación en los beneficios obtenidos gracias a las rentas satisfechas por los arrendatarios o al mayor precio del inmueble al revenderlo. En la publicidad de estas plataformas 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 inmobiliario.

Un análisis más detallado nos muestra que existen diferencias entre las distintas plataformas, tanto en relación con los objetivos de inversión (compra para revender o para rehabilitar y alquilar, etc.), como en los instrumentos jurídicos utilizados para articular la captación de financiación y posterior retribución al inversor, donde se admiten modelos diversos como puede ser: la creación de sociedades vehículo que adquieren los inmuebles y en las que invierten los inversores mediante una participación en su capital; la creación de sociedades que, a su vez, invierten en SOCIMIs o SICAVs e incluso la celebración de un pluralidad de contratos de cuentas en participación en red entre varios inversores y un promotor, constructor o empresa inmobiliaria. Otra diferencia sustancial es el papel que juega el titular o gestor de la plataforma. En líneas generales, su rol se corresponde con el de un mero intermediario que facilita el contacto entre los promotores del proyecto inmobiliario que necesita financiación y los potenciales inversores. Sin embargo, cuando se utiliza una pluralidad de contrato de cuentas en participación en red como instrumento para canalizar la inversión, es el propio promotor quien desde una página web bajo su control solicita la financiación para proyectos propios. En los últimos años han surgido en España varias plataformas de *crowdfunding* directo que articulan la financiación mediante contratos de cuentas en participación como Privalore, Bricks&People o FT Inversión. Esta fórmula de captación de fondos vendría a

pues esta clase de plataformas comenzó a operar ese mismo año en nuestro país. En 2016 y según los datos ofrecidos por Universo Crowdfunding (2017) las plataformas de crowdfunding inmobiliario captaron 19.135.951€ (vid. p. 13), lo que supone un incremento de más de un 600% con relación a los datos del año anterior.

⁴ En concreto hemos encontrado activas las siguientes plataformas: Housers (<https://www.housers.com/es/>), Privalore (<https://www.privalore.es/>), Inveslar (<https://inveslar.com>), Bricks&People (<https://www.bricksandpeople.com>), Invesreal (<http://www.invesreal.com/>), FT Inversión (<https://ftinversion.com>), Brickstarter (<https://brickstarter.com>), Alfabricks (<http://alfabricks.com/>) y Tu *crowdfunding* Inmobiliario (<http://tucrowdfundinginmobiliario.com/>).

⁵ Según los datos ofrecidos por Universo Crowdfunding (2017), p. 16 el *crowdfunding* inmobiliario supuso el 17 % del total de financiación -113 millones de euros- que se captó a través de plataformas.

⁶ Las cantidades mínimas de inversión requeridas varían de una plataforma a otra, pero son cantidades reducidas: 50 euros en Housers Bricks & People o Brickstarter, 100 euros en Inveslar y en Tu *crowdfunding* inmobiliario, 500 euros en Invesreal; siendo Privalore la que requiere inversiones más elevadas con 1000 euros de inversión mínima.

incardinarse dentro de la modalidad de crowdfunding de participación en beneficios (*profit-sharing o revenue-sharing crowdfunding model*)⁷.

Precisamente el objetivo de este trabajo es delimitar el concepto de *crowdfunding* inmobiliario y analizar las particularidades de su articulación jurídica mediante contratos de cuentas en participación, para determinar si es una modalidad prohibida por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial (en adelante LFFE), o simplemente una variante alegal o no regulada y cuáles son los riesgos que presenta para el inversor.

2. EL CROWDFUNDING INMOBILIARIO. DELIMITACIÓN CONCEPTUAL Y MODALIDADES PRACTICADAS EN ESPAÑA

El *crowdfunding* inmobiliario se enmarca en un fenómeno más amplio como es el de la microfinanciación colectiva o financiación participativa, englobado en ese nuevo paradigma que es la economía colaborativa. El término *crowdfunding* abarca un conjunto de prácticas que tienen en común la obtención de pequeñas cantidades de dinero de una pluralidad de personas⁸, con o sin contraprestación, a través de una plataforma *on line* (vía web o por otros medios electrónicos) para financiar un proyecto de cualquier tipo: empresarial, social, cultural, filantrópico, e incluso para subvenir necesidades personales de los consumidores. De forma más precisa, podemos definirlo como la solicitud de financiación, por una persona física o jurídica, a una masa heterogénea de personas para un proyecto concreto de cualquier naturaleza, a través de una plataforma o portal público en Internet, ya sea a título gratuito (captación de donaciones o préstamos sin interés) o a título lucrativo, admitiéndose distintas fórmulas de remuneración o contraprestación (pago de intereses, entrega de acciones o participaciones, entrega de bienes, etc.)⁹.

A la vista de la información de las plataformas que operan en España bajo la denominación de *crowdfunding* inmobiliario, comprobamos que efectivamente participan de las características propias del *crowdfunding* tal y como lo hemos definido en este trabajo, puesto que persiguen la captación de fondos de una

⁷ De acuerdo con el documento de trabajo de la Comisión Europea (2016), p. 32, el crowdfunding de participación en beneficios es una modalidad de crowdfunding de inversión (*investment-crowdfunding*). También en otros países como Alemania o Austria se utilizan mecanismos contractuales de participación en los beneficios sin participación en el capital. Véase el informe de la ESMA (2015), p. 5.

⁸ En opinión de Bradford, C. S. (2012), p. 10 y p. 29, la nota característica del *crowdfunding* es precisamente la obtención de fondos a través de la Red, mediante pequeñas contribuciones de una pluralidad de personas para la puesta en marcha de proyectos empresariales de pequeño tamaño. También el párrafo quinto del apartado III de la Exposición de motivos de la LFFE destaca como características específicas del *crowdfunding* “la participación masiva de inversores minoristas que financian con cantidades reducidas pequeños proyectos de alto potencial”.

⁹ Esta definición parte de la que ya elaboramos en anteriores trabajos. Así véase Hernández Sainz, E. (2015), p. 2 o Hernández Sainz, E. (2016), pp. 990-991. En la elaboración de nuestra definición partimos de la ofrecida por Belleflamme, P., Lambert, T. y Schwienbacher, A. (2010), p. 5: “*Crowdfunding* involves an open call, essentially through the Internet, for the provision of financial resources either in form of donation or in exchange for some form of reward and/or voting rights”. Definición seguida, entre otros, por Röthler, D. y Karsten W., (2011), p. 11; Schwienbacher, A. y Larraide, B. (2012), p. 371; o Ahlers, G., Cumming, D. J., Guenther, C. y Schweizer, D. (2013), p. 5.

pluralidad de personas a través de Internet para la puesta en marcha y desarrollo de proyectos inmobiliarios seleccionados por los propios inversores de entre los que se promocionan en la página web. Lo característico o específico del *crowdfunding* inmobiliario es que los fondos recaudados a través de la plataforma se destinan a inversiones en el mercado inmobiliario (compraventa, alquiler o rehabilitación de cualesquiera inmuebles, así como urbanización y parcelación de solares). Desde esta premisa podríamos definir el *crowdfunding* inmobiliario como una solicitud pública de financiación a través de una plataforma o portal público en Internet dirigida a una pluralidad de personas, para la puesta en marcha y desarrollo de cualesquiera proyectos de inversión en el mercado inmobiliario, a cambio de una participación en los beneficios obtenidos con el alquiler o la posterior venta de los inmuebles objeto del proyecto de inversión.

El *crowdfunding* reviste diversas modalidades que podemos clasificar atendiendo a la contraprestación ofrecida al financiador por su aportación de fondos, distinguiendo, en primer lugar, entre financiación participativa a título gratuito (donaciones, préstamos sin interés) y a título lucrativo¹⁰. Esta segunda modalidad admite dos variantes: el *crowdfunding* de recompensa y prepagó, en el que la retribución obtenida por el financiador consiste en la entrega de un producto, la prestación de un servicio o cualquier otra contraprestación no dineraria con un valor económico cercano a la financiación facilitada y el *crowdfunding* de carácter dinerario o financiero. Dentro de esta categoría de financiación participativa de carácter dinerario o financiero, se incluirían las modalidades más típicas de financiación a través de préstamos con interés (*lending crowdfunding*, *crowdlending* o *peer-to-peer lending*), inversión en descuento de facturas, pagarés y otros documentos (*invoice trading*) y los supuestos en que la aportación de financiación se articula mediante la suscripción de valores negociables u otros instrumentos financieros tanto representativos de deuda (*debt crowdfunding*) como de una participación en el capital del promotor del proyecto de financiación (*equity crowdfunding*). Junto a estas fórmulas de financiación participativa de carácter dinerario, nos encontramos en la práctica con otras modalidades como aquellas en que el inversor es retribuido 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 gestor del proyecto con fundamento en un contrato (*profit-sharing* o *revenue-sharing crowdfunding model*).

En principio, la mayoría de estas modalidades de *crowdfunding* podría adaptarse a proyectos inmobiliarios. 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.

En cuanto a la situación en nuestro país, la mayoría de las plataformas de *crowdfunding* inmobiliario que se han constituido y operan en España optan por el modelo de *equity crowdfunding*, mediante la constitución de sociedades limitadas, o en alguna ocasión anónimas, que adquieren los inmuebles en los que se invierte y en cuyo capital participan los potenciales inversores suscribiendo participaciones o en su caso, acciones¹¹. La gestora de la plataforma constituye una sociedad para

¹⁰ Para mayor detalle sobre esta clasificación, véase Hernández Sainz, E. (2016), pp. 992-994.

¹¹ Es el caso de Housers, Tu *crowdfunding* Inmobiliario, Inveslar, Brickstarter o Alfabricks.

cada proyecto y los inversores suscriben participaciones o acciones a través de un aumento de capital con aportaciones dinerarias y exclusión del derecho de suscripción preferente. La sociedad adquiere el inmueble y gestiona la rehabilitación, construcción o el alquiler. Los beneficios obtenidos con el alquiler son repartidos en forma de dividendos y si el inmueble se vende, la sociedad se disuelve y se entrega a los socios la cuota resultante de la liquidación. Algunas plataformas como Housers también publican operaciones de *crowdlending* o préstamo plural en operaciones de captación de financiación para promotores que desean construir o rehabilitar viviendas. Los inversores interesados prestan una pequeña parte de la cantidad total que necesita la promotora a cambio de un interés fijo o variable o de una combinación de ambas. Estas dos fórmulas (suscripción de acciones o participaciones de sociedades y préstamos plurales) caen dentro del ámbito de aplicación de la LFFE, por lo que la plataforma deberá obtener la correspondiente autorización para operar y así ha sucedido con Housers¹². Es previsible que el resto de plataformas que operan mediante la creación de sociedades limitadas o anónimas soliciten la pertinente autorización previo cumplimiento de los requisitos exigidos por la LFFE, pues el art. 92.1.c LFFE tipifica como infracción muy grave: “La prestación de servicios propios de las plataformas de financiación participativa sin disponer de la autorización preceptiva”, cuya comisión puede acarrear al infractor las graves y elevadas sanciones previstas en el art. 93.1 LFFE. No olvidemos que el art. 48 LFFE, en lo que es una norma habitual en el sector financiero, establece el principio de reserva de actividad para las entidades debidamente autorizadas.

Sin embargo, hay plataformas como Privalore, Bricks & People o FT Inversión que han diseñado un esquema de inversión diferente sustentado en contratos de cuentas en participación¹³, modelo del que nos ocuparemos en el apartado siguiente.

Otra clasificación de interés es la que distingue entre *crowdfunding* directo, en el que es el propio promotor quien capta la financiación a través de una plataforma *on line* y el *crowdfunding* intermediado en el que el promotor se sirve para captar fondos de la página web creada por una plataforma de financiación participativa, entendido este concepto en el sentido que le da la LFFE como operador especializado que pone en contacto a promotores e inversores¹⁴.

¹² Houser es una plataforma de financiación participativa, propiedad de Housers Global Properties, PFP, S.L., que se constituyó el 27 de abril de 2015. Fue autorizada e inscrita como Plataforma de Financiación Participativa en el Registro de la CNMV, el 2 de junio de 2017. Ha sido la primera plataforma especializada en financiación participativa en obtener autorización y registrarse en la CNMV. Está registrada para dos modalidades de articulación de la financiación: emisión de participaciones de SL y préstamos.

¹³ Este modelo de *crowdfunding* mediante cuentas en participación ya se había utilizado en España con anterioridad, especialmente en el sector cinematográfico. Véase los ejemplos ofrecidos por López-Triviño, G. (2016), pp. 341-344.

¹⁴ Como destaca Moreno Serrano, E. (2016), pp. 60-61, debemos diferenciar entre la página web a través de la que se ofrecen los proyectos y la Plataforma de financiación participativa que es la entidad, el operador financiero, que, conforme al art. 46 LFFE, pone “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”.

3. LA UTILIZACIÓN DEL CONTRATO DE CUENTAS EN PARTICIPACIÓN PARA LA CAPTACIÓN DE FINANCIACIÓN DEL PÚBLICO EN GENERAL DESTINADA A PROYECTOS INMOBILIARIOS PARTICIPATIVOS.

3.1. Descripción del funcionamiento del mecanismo de inversión mediante cuentas en participación en las plataformas existentes en nuestro país.

En los ejemplos encontrados en nuestro país (Privalore, Bricks&People y FT Inversión), el *crowdfunding* inmobiliario articulado mediante cuentas en participación es utilizado por empresas promotoras o constructoras que ofrecen al público, a través de una plataforma *on line* de su propiedad o bajo su control, la posibilidad de invertir en sus propios proyectos de construcción o rehabilitación, articulando esa inversión mediante múltiples contratos de cuentas en participación con los inversores. Se trata, por tanto, de supuestos de *crowdfunding* directo mediante cuentas en participación. El titular de la plataforma es una empresa del sector inmobiliario que solicita financiación para los proyectos inmobiliarios que ella misma pretende acometer. La aportación de esa financiación por los inversores se instrumenta mediante contratos de cuentas en participación ligados a concretos proyectos de compra o rehabilitación de inmuebles previamente determinados y publicitados en la página web. Aun cuando algunos autores sostienen que el contrato de cuentas en participación puede celebrarse entre un único gestor y una pluralidad de partícipes (interpretación que no compartimos por tratarse de un contrato bilateral)¹⁵, en la práctica de las plataformas de *crowdfunding* directo, los promotores celebran un único contrato con cada partícipe, de manera que para cada proyecto inmobiliario, la empresa gestora formaliza tantos contratos como personas invierten en él.

Aportada la financiación con fundamento en el contrato de cuentas en participación, la empresa inmobiliaria gestiona la compra del inmueble, su rehabilitación, alquiler y/o venta, participando el inversor de los resultados prósperos o adversos del negocio, normalmente mediante el pago de rentas periódicas provenientes del alquiler junto con una liquidación final cuando el inmueble es vendido con posterioridad. Por lo tanto, el elemento clave para la comprensión del modelo de financiación reside en el contrato de cuentas en participación.

3.2. La configuración del contrato de cuentas en participación como un contrato bilateral de inversión al servicio del crowdfunding inmobiliario.

Las cuentas en participación son una fórmula contractual de larga historia que ha experimentado un nuevo renacer en los últimos años como instrumento de captación de financiación gracias a su gran plasticidad funcional que le permite adaptarse a finalidades diversas, al amparo de la amplia libertad de que gozan las partes para configurar el contrato. Aunque cabe utilizar este contrato para obtener

¹⁵ Consideran posible que el contrato de cuentas en participación se estipule como plurilateral Martínez Balmaseda, A. (2011), pp. 156-159; Fernández de la Gándara, L. (2010), p. 124 o Cano López, A. (2013), pp. 228-229. Niega esta posibilidad Vicent Chuliá, F. (2016), pp. 39-40, por tratarse de un contrato bilateral, posición que compartimos.



recursos para proyectos de cualquier naturaleza, se ha empleado con especial intensidad en los sectores de la construcción e inmobiliario, de ahí su rápida expansión como instrumento para articular jurídicamente el *crowdfunding* inmobiliario.

Desde la perspectiva dogmática, se trata de una figura contractual muy controvertida que ha suscitado amplios debates, aun no acallados, en tono a su naturaleza jurídica, su configuración estructural y las funciones que está llamada a desempeñar, entre otras razones, porque la magra regulación contenida en los arts. 239 a 243 CCom apenas perfila mínimos aspectos caracterizadores de este contrato que se mueve en una permanente indefinición, acrecentada por la modulación diversa que se imprime en la práctica al contrato con fundamento en el principio de autonomía de la voluntad. A partir del art. 239 CCom, podemos definirlo como un contrato de colaboración económica con finalidad de financiación o inversión, en virtud del cual una persona (el partícipe) realiza una aportación patrimonial al negocio o a una o varias operaciones de un comerciante o empresario (el gestor) a cambio de una participación en los resultados económicos prósperos o adversos obtenidos por este, sin intervenir en su gestión y sin arriesgar mayor capital que el aportado. Constituye una fórmula contractual colaborativa que hace posible la inversión del partícipe en el negocio o empresa del gestor, quedando ambos a resultas del éxito o fracaso de los negocios emprendidos y gestionados en exclusiva por este último. Desde la perspectiva subjetiva, se trata de un contrato bilateral y aun cuando el art. 239 CCom parece exigir que ambas partes sean comerciantes, la doctrina interpreta mayoritariamente que es suficiente con que sea comerciante o empresario el gestor, pudiendo no serlo el partícipe¹⁶.

En cuanto a su naturaleza jurídica, existe una fuerte controversia en torno a su calificación como contrato de sociedad o como contrato bilateral de colaboración, avivada por la parquedad de la regulación contenida en el CCom. Esta controversia no es baladí, pues de la postura que se adopte depende cuáles sean las normas que integrarán el magro régimen jurídico previsto en los arts. 239 a 243 CCom, ya que de considerarse una sociedad interna, en lo no previsto en el contrato, habrá de aplicarse supletoriamente la regulación societaria¹⁷. Quienes

¹⁶ Véase, en este sentido, entre otros, Serra Mallol, A. J. (1991), p. 33; Gual Dalmau, M^a A. (1993), pp. 96-97; Fernández de la Gándara, L. (2010), p. 124; Martínez Martínez, M^a T. (2014), p. 88, Rodríguez Díaz, I. (1999), p. 492; Martínez Balmaseda, A. (2011), pp. 124 y ss.; Galacho Abolafio, A. (2015), Apartado I o Broseta Pont, M. y Martínez Sanz, F. (2016), p. 343. Esta es también la postura sostenida en la jurisprudencia y así en las SSTs de 22 de mayo de 1987 (ECLI:ES:TS:1987:9047) y de 24 de septiembre de 1987 (ECLI:ES:TS:1987:5827), donde se sienta como doctrina que lo que califica a este contrato como mercantil “no es quiénes aporten capital, sino que las operaciones a que éste se destine sean mercantiles. A efectos del contrato de cuentas en participación es indiferente que los cuentaparticipes sean o no comerciantes”. Algún autor como Barba de Vega, J. (2009), pp. 1508-1509 considera incluso posible que ninguna de las partes sea comerciante, siempre que el negocio al que se destinará la financiación pueda ser considerado un acto de comercio.

¹⁷ Entre quienes defienden que es un contrato de sociedad, no hay unanimidad sobre la normativa a aplicar. El problema surge porque la regulación de la sociedad interna contenida en el art. 1669 CC no permite resolver los problemas ya que remite a las normas sobre la comunidad de bienes. La doctrina se plantea entonces recurrir a la regulación de las sociedades externas y de nuevo aquí hay división de opiniones. Algunos autores consideran de aplicación las normas del Código Civil por contener la regulación general en materia societaria, mientras que otros como Martínez Martínez, M^a T. (2014),

rechazamos esta caracterización societaria, estimamos que, a falta de previsión legal o contractual, deberán aplicarse las normas mercantiles sobre obligaciones y contratos y, en su defecto, las normas generales relativas a los contratos bilaterales. Así, en supuestos de incumplimiento del contrato por el gestor, será posible instar la resolución del contrato al amparo del art. 1124 CC, no resultando de aplicación las normas sobre disolución de sociedades.

La doctrina mayoritaria se inclina por considerar que las cuentas en participación son una modalidad de sociedad interna de naturaleza mercantil¹⁸, esto es, una sociedad oculta de naturaleza puramente obligacional que carece de una estructura organizativa personificada. No compartimos este planteamiento y consideramos más correcta la posición de otros autores, entre los que destaca el Profesor Vicent Chuliá, quienes lo califican como un contrato de colaboración económica¹⁹ o un contrato bilateral de inversión²⁰, por varias razones. En primer lugar, su regulación se inserta en un Título propio, el segundo, del Libro Segundo que el Código de comercio vigente dedica a los contratos de comercio. Se trata de un título separado y distinto del dedicado a las sociedades mercantiles²¹. De ahí cabe deducir que el legislador de 1885 no las consideró como una modalidad de sociedad, a diferencia de lo que sucedía en el CCom de 1829, que las catalogaba como una modalidad de sociedad a la que denominó "sociedad accidental". Aunque la sociedad y las cuentas en participación tienen en común que son contratos de colaboración, son contratos diferentes, pues las cuentas en participación no dan lugar a la formación de una estructura organizativa por mínima que esta sea. No se forma un patrimonio común, puesto que la aportación del partícipe, que habrá de consistir en dinero o cualquier otro bien patrimonial (nunca en trabajo o servicios²²), es adquirida por el gestor que la integra en su

p. 89 o Sánchez Pachón, L. Á. (2016), pp. 878-879 optan por aplicar las normas de la sociedad colectiva como tipo societario mercantil básico.

¹⁸ Esta posición tiene su origen en el concepto amplio de sociedad acuñado por José Girón Tena (1976), pp. 77-79 que ya sostenía que las cuentas en participación eran uno de los supuestos más básicos o primarios de sociedad. También consideran que las cuentas en participación tienen naturaleza asociativa: Gual Dalmau, M^a A. (1993), pp. 121 y ss.; Paz-Ares, C (2006), pp. 604- 606; Fernández de la Gándara, L. (1998), p. 259 y ss.; León Sanz, F.J. (2013), pp. 112 y ss.; Martínez Balmaseda, A. (2011), pp. 66 y ss.; Martínez Martínez, M^a T. (2014), p. 88; Broseta Pont, M. y Martínez Sanz, F. (2016), pp. 345-346; Sánchez Pachón, L. Á. (2016), pp. 877-878 o Cano López, A. (2013), p. 215.

¹⁹ Esta es la posición de Fernández Novoa (1962); Barba de Vega, J. (2009), pp. 1515 a 1517 y Galacho Abolafia, A. (2015), Apartado III.

²⁰ Así lo califica Vicent Chuliá, F. (2016), *passim*. Esta es una posición que ya había sostenido en obras anteriores, como en su *Compendio de Derecho mercantil*, tomo II., 1^a ed., Valencia, 1982, pp. 342-347 o en su *Introducción al Derecho mercantil*, hasta su última edición, la ed. 23^a, Valencia, 2012, pp.1616 y ss.

²¹ También el Anteproyecto de Ley de Código mercantil de 2014 situaba el contrato de participación en el Libro Quinto dedicado a los contratos mercantiles, ubicado entre los contratos de colaboración y no en el Libro segundo relativo a las Sociedades mercantiles. Sin embargo, en la exposición de motivos se indicaba que tal ubicación sistemática no excluía "ningún pronunciamiento legal sobre su naturaleza jurídica".

²² Así lo estima la doctrina a partir de la referencia a la aportación de capital que incluye el art. 239 CCom, de donde se infiere que no es posible la aportación de industria. Véase, en este sentido, Serra Mallol, A. J. (1991), p. 44; Gual Dalmau, M^a A. (1993), pp. 204-205 y 207; Barba de Vega, J. (2009), pp. 1509-1510; Rodríguez Díaz, I. (1999), p. 492; Broseta Pont, M. y Martínez Sanz, F. (2016), p. 344 o Cano López, A. (2013), p. 216. En cambio, Fernández de la Gándara, L. (2010), p.

propio patrimonio. Este contrato no da lugar a la creación de un ente dotado de personalidad jurídica y trascendencia externa. De hecho, el art. 241 CCom prohíbe expresamente utilizar una razón comercial común a todos los contratantes ni usar más crédito directo que el del comerciante-gestor, que es quien actúa y responde frente a los terceros. No se entablan relaciones entre el partícipe o las propias cuentas en participación como ente separado con los terceros. No se produce el nacimiento de una organización de personas *ad extra* y, por consiguiente, no surge del contrato de cuentas en participación un ente dotado de personalidad jurídica. Pero es que ni siquiera surge una mínima organización que permanezca oculta, puesto que el partícipe no interviene en la gestión o en la toma de decisiones.

También se alcanza esta misma conclusión desde una interpretación sistemática, pues tanto la normativa contable como la normativa tributaria consideran las cuentas en participación como un contrato de financiación y no como una modalidad de sociedad. El Plan General Contable, en su norma de valoración novena, califica la aportación del partícipe como un pasivo financiero del gestor y no como fondos propios (calificación que ha de otorgarse a los fondos aportados por los socios en un contrato de sociedad). En igual sentido la normativa fiscal (por ejemplo el art. 25.2 LIS) considera el rendimiento obtenido por el cuentapartícipe como un rendimiento de capital mobiliario procedente de la cesión a terceros de fondos propios, calificación idéntica a la que reciben los intereses de un préstamo²³.

En lo que respecta a la jurisprudencia, el Tribunal Supremo considera que la distinción entre la sociedad y el contrato de cuentas en participación radica en que, en este último, no se forma un patrimonio separado o común, porque la aportación del partícipe se integra en el patrimonio del gestor, y no da lugar a la creación de un ente dotado de personalidad jurídica²⁴. Ciertamente estos elementos no son determinantes, pues en nuestro ordenamiento son admisibles sociedades sin patrimonio, así como sociedades internas que carecen de personalidad jurídica, ex art. 1669 CC. En nuestra opinión, lo determinante es que no existe propiamente un fin común que promuevan todos los socios, pues el gestor no actúa por cuenta de un ente colectivo, sino en nombre y por cuenta propia y en interés propio. No

125 admite que la aportación consista en la prestación de servicios siempre que sean susceptibles de valoración económica.

²³ Véase esta argumentación con mayor profundidad en Vicent Chuliá, F. (2016), pp. 70 a 73 y p. 74.

²⁴ Véase, en este sentido, las SSTs de 12 de noviembre de 1985 (ECLI: ES:TS:1985:532), de 22 de mayo de 1987 (ECLI:ES:TS:1987:3572), de 4 de diciembre de 1992 (ECLI:ES:TS:1992:8886); de 5 de febrero de 1998 (ECLI:ES:TS:1998:724) o la más reciente STS, Sala de lo Civil, de 29 de mayo de 2014 (ECLI:ES:TS:2014:2135) y otras anteriores que se citan en ella. No obstante, algunos autores y alguna sentencia de Audiencia provincial quisieron ver en la STS de 30 de mayo de 2008 (ECLI:ES:TS:2008:2612) una aproximación a las tesis de la naturaleza societaria de las cuentas en participación por cuanto esta sentencia declara que “han sido descritas en la doctrina como una fórmula asociativa entre empresarios individuales o sociales que hace posible el concurso de uno (partícipe en el negocio o empresa de otro (gestor) quedando ambos a las resultas del éxito o del fracaso del último”. En realidad la sentencia no les atribuye naturaleza societaria, sino que explica una de las posiciones doctrinales. De hecho con posterioridad la sentencia reconoce que no es una sociedad irregular, porque no se forma un patrimonio común entre los partícipes y lo aportado pasa al dominio del gestor. Leída en su integridad la sentencia considera el contrato de cuentas en participación como un contrato bilateral, distinto del contrato de sociedad, pues incluso aunque propone la aplicación del art. 1700 CC, lo propone como un supuesto de aplicación analógica en cuanto a las “causas de resolución” (no habla de causas de extinción de la sociedad).

llega a existir un fin común, porque no existe una programación contractual de la actividad a desarrollar y el resultado perseguido, consensuada entre las partes, siendo el gestor quien toma todas las decisiones. El partícipe no interviene en la determinación, planificación y organización del negocio en el que va a invertir, sino que se limita a intercambiar su aportación económica por una participación en las ganancias y las pérdidas conforme a lo pactado. El gestor gestiona las operaciones no solo en su propio nombre sino también atendiendo a su propio interés y no al interés común. El gestor no actúa en interés ajeno, pues no actúa ni en interés de un nuevo ente que no surge en el caso de las cuentas en participación, ni tampoco en interés del partícipe.

En cualquier caso, y con independencia de la posición doctrinal que se adopte sobre la configuración legal del contrato de cuentas en participación, conviene reseñar que, en la práctica, los modelos de contrato predispuestos por los promotores y empresas inmobiliarias que practican *crowdfunding* inmobiliario lo configuran como un contrato de colaboración financiera, negando expresamente toda posible relación societaria²⁵, o la existencia de cualquier vínculo o conexión entre los distintos partícipes en el mismo proyecto, pues se celebra un contrato con cada uno de ellos. También se insiste en estos contratos en prohibir al inversor cualquier participación o injerencia en la gestión del proyecto o en la toma de decisiones relativas al mismo, se limitan los derechos de información del partícipe e incluso se permite la cesión de la posición contractual del gestor sin consentimiento del partícipe. El contrato se configura, en la práctica habitual de las plataformas, como un contrato bilateral, conmutativo o sinalagmático, con finalidad de inversión²⁶. También la Comisión europea considera este mecanismo de financiación participativa 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*)²⁷

Es un contrato consensual (art. 240 CCom), pues no requiere para su validez de forma alguna; aunque, en la práctica y por razones de prueba, lo normal es que se eleve a escritura pública. Las plataformas de *crowdfunding* inmobiliario que operan en España no elevan a escritura pública los contratos, sino que optan por la firma electrónica del contrato con el fin de abaratar costes.

4. EL CROWDFUNDING INMOBILIARIO MEDIANTE CUENTAS EN PARTICIPACIÓN. ENTRE LA ILEGALIDAD Y LA ALEGALIDAD.

La respuesta a la pregunta que encabeza este apartado requiere para ser respondida de la distinción entre las modalidades de *crowdfunding* intermediado

²⁵ Así en el contrato modelo que publica en su página web Bricks & People se hace constar expresamente en la cláusula Quinta que “el Partícipe, no tendrá derecho alguno en la toma de decisiones societarias, ni en las asistencias a Juntas, no siéndole reconocidos ni exigidos los derechos o deberes que se desprenden de las relaciones societarias”.

²⁶ Así lo califica Vicent Chuliá, F. (2016), cit., p. 39.

²⁷ Véase esta clara distinción en el documento de trabajo de la Comisión Europea (2016), p. 32.



en el que el gestor de la plataforma se limita a la puesta en contacto de manera profesional de promotores e inversores y el *crowdfunding* directo, en el que es el promotor quien publicita sus propios proyectos y solicita públicamente financiación para ellos a través de una página web bajo su control.

4.1. La prohibición del crowdfunding intermediado instrumentado mediante cuentas en participación.

De una interpretación sistemática de la LFFE, cabe concluir que, en nuestro país, está prohibido captar financiación a través de una plataforma de financiación participativa que actúe como intermediaria profesional, mediante contratos de cuentas en participación. Y ello por dos razones: solo una plataforma debidamente autorizada e inscrita puede intermediar entre promotores e inversores y los promotores que utilicen una plataforma autorizada tienen prohibido captar fondos mediante contratos de cuentas en participación.

La actividad profesional de puesta en contacto, a través de páginas web u otros medios electrónicos, de potenciales inversores 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 está reservada en nuestro país a las plataformas de financiación participativa debidamente autorizadas por la CNMV e inscritas en sus registros, tal y como se desprende de los arts. 48.1 y 46.1 LFFE. Conforme al art. 49.d) LFFE, los proyectos de financiación en los que intermedie la plataforma para contribuir a la captación de fondos del público inversor deben necesariamente instrumentarse a través de algunos de los mecanismos expresamente previstos en el art. 50 LFFE, 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 préstamos de cualquier clase, incluidos los participativos. En consecuencia, las plataformas autorizadas no pueden amparar la captación de financiación mediante contratos de cuentas en participación. La utilización de una modalidad de captación de fondos distinta de la prevista en el art. 50 LFFE, como podrían ser los contratos de cuentas en participación, es calificada como infracción muy grave en el art. 92.1.a LFFE y puede ser sancionada con severas multas e incluso con la revocación de la autorización para operar como plataforma de financiación participativa (art. 93.1 LFFE).

La actividad de un posible gestor de una plataforma que, careciendo de autorización y sin estar inscrito en el registro de la CNMV, intermedie entre promotores e inversores articulando la obtención de financiación mediante contratos de cuentas en participación, también hemos de considerarla prohibida, puesto que la LFFE, tal y como establece su artículo 46, se aplica a cualquier plataforma de financiación participativa que intermedie entre promotores e inversores publicitando y promoviendo proyectos de financiación participativa a título lucrativo y con promesa de remuneración dineraria, quedando reservada en exclusiva esta actividad a las plataformas debidamente autorizadas e inscritas (art. 48 LFFE). El hecho de operar sin haber obtenido la pertinente autorización ya convierte en ilícita la actividad de intermediación en la captación de fondos

mediante contratos de cuentas en participación y, en consecuencia, susceptible de sanción²⁸.

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 sentido²⁹. Igualmente y desde una perspectiva teleológica, se advierte que la regulación de la financiación participativa tiene como uno de sus objetivos esenciales proteger a los inversores³⁰ y, en especial, a los menos cualificados. Es coherente con esta finalidad 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.

4.2. La alejidad del crowdfunding directo instrumentado mediante cuentas en participación.

La LFFE tiene como objetivo regular el *crowdfunding* intermediado, esto es, aquel que se realiza por medio de una plataforma de financiación participativa que crea y gestiona un canal digital a través del cual los promotores (empresarios, profesionales, particulares) pueden solicitar financiación de una pluralidad de inversores, pero no resulta de aplicación al *crowdfunding* directo en el que es el propio promotor quien a través de una página web bajo su control solicita financiación exclusivamente para proyectos o negocios propios. Esta modalidad de captación de financiación queda fuera del ámbito de aplicación de la LFFE que se limita a regular las plataformas de financiación participativa que se dedican profesionalmente a poner en contacto a promotores e inversores³¹.

²⁸ El art. 92.1.c LFFE tipifica como infracción muy grave: "La prestación de servicios propios de las plataformas de financiación participativa sin disponer de la autorización preceptiva prevista en el artículo 53" que podrá ser castigada con alguna de las sanciones previstas en el art. 93.1 LFFE.

²⁹ Durante la tramitación de la LFFE en el Congreso, el Grupo Parlamentario Catalán (Convergencia i Unió), presentó la enmienda nº 57, en la que proponía añadir una letra d) en el apartado 1) del artículo 50 que regulaba los instrumentos para canalizar la inversión con el siguiente tenor: "d) La suscripción de contratos de cuentas en participación al que se refieren los artículos 239 y siguientes CCom en cuyo caso se entenderá por promotor el gestor persona física o jurídica destinatario de los fondos". Como justificación se aducía que "es un tipo de contrato que permite que los inversores puedan participar en los resultados prósperos o adversos del promotor en la proporción que determinen (art. 239 Código de Comercio) sin necesidad de participar en el capital social, y con un proceso de formalización simplificado (art. 240 Código de Comercio). No permitir esta posibilidad limitaría el acceso a la financiación de muchos proyectos que tradicionalmente se han financiado de esta manera y cuya naturaleza demanda este tipo de contratos (industria cinematográfica, artística, sector del entretenimiento, etc. Este instrumento es plenamente compatible con las actividades previstas en el art. 46.1 y con las exclusiones del art. 46.2" (BOCG Serie A, nº 119-2, de 30 de diciembre de 2014, pp. 40-41). Posteriormente, en el trámite de enmiendas en el Senado, el mismo grupo volvió a presentar otra enmienda, la nº 83 con el mismo contenido (BOCG, Senado, nº 476, de 24 de febrero de 2015, p. 88) y también fue rechazada.

³⁰ Así se pone de manifiesto en el párrafo sexto del apartado III de la Exposición de motivos de la LFFE.

³¹ Así lo considera también Moreno Serrano, E. (2016), p. 42.



La utilización del contrato de cuentas en participación como instrumento para la captación de financiación en el *crowdfunding* directo impide también 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 (en adelante TRLMV). La oferta de celebración de un contrato de cuentas en participación no es una oferta de suscripción de valores, sino una simple oferta de contrato. Además, la posición contractual del partícipe no puede incorporarse a un título-valor o constituir un valor negociable que permita su circulación como un derecho o posición autónoma³², por lo que no resulta de aplicación el TRLMV. De esta forma, utilizando contratos de cuentas en participación se elude la prohibición de captación directa de financiación mediante emisión de cualquier clase de valores que contiene el art. 35.3 TRLMV, precepto que obliga a que la colocación de emisiones de valores dirigidas al público en general, empleando cualquier forma de comunicación publicitaria, se realice siempre con la intervención de una entidad autorizada para prestar servicios de inversión o a través de una plataforma de financiación participativa debidamente autorizada, cuando no exista la obligación de elaborar y publicar un folleto informativo.

Cabe concluir que el *crowdfunding* directo articulado mediante contratos de cuentas en participación es lícito, puesto que no está prohibido, pero queda al margen de la regulación financiera y lo que es más grave, de la aplicación de cualesquiera normas de protección del inversor. Como ya ha ocurrido en anteriores ocasiones en nuestro país -recordemos los tristemente célebres casos AFINSA, Forum Filatélico o Nueva Rumasa-, se ha encontrado un resquicio en la normativa sobre captación de fondos del público inversor, para poder recurrir al ahorro público sin necesidad de ofrecer una mínima información, ni someterse al control de autoridad alguna.

5. LA NECESIDAD DE REGULAR EL CROWDFUNDING DIRECTO INSTRUMENTADO EN CUENTAS EN PARTICIPACIÓN PARA REDUCIR LOS RIESGOS QUE AFRONTA EL PARTÍCIPE INVERSOR.

5.1. Los riesgos que asume el partícipe inversor en el crowdfunding directo mediante cuentas en participación.

La captación de financiación a través de páginas web, instrumentada en contratos de cuentas en participación, reporta ventajas sustanciales a las empresas del sector inmobiliario, pues les permite obtener capital de riesgo en condiciones económicas muy ventajosas para satisfacer necesidades de financiación derivadas de un concreto negocio o negocios inmobiliarios que pretendan emprender. Y es que solo se retribuirá a los partícipes que aportan financiación, si la operación culmina con éxito y genera beneficios, mientras que, si fracasa, el partícipe asumirá una parte proporcional de las pérdidas con el límite de lo aportado³³.

³² Véase al respecto, Vicent Chuliá, F. (2016), pp. 69-70.

³³ A este respecto destacar que puede modularse mediante pacto, la participación en pérdidas o ganancias que no tienen por qué ser equivalentes. Así lo admiten Serra Mallol, A. J. (1991), pp. 48 y 64; Rodríguez Díaz, I. (1999), p. 493; Broseta Pont, M. y Martínez Sanz, F. (2016), p. 344 o Cano

Además, dado que, en general, estas empresas adoptan la forma de sociedad, esta fórmula de financiación comporta una ventaja añadida, a saber: permite captar capital sin que se vea afectada la composición interna de la sociedad y sin que el financiador se inmiscuya en la gestión. Otra de sus ventajas es la flexibilidad que ofrece este contrato para su configuración, pues permite que las partes en uso de su libertad contractual completen y modulen el régimen legal con los únicos límites que a la autonomía de la voluntad establece el art. 1255 CC. A esto se añade que permite una tramitación muy rápida, puesto que no es obligatoria la elevación a público del contrato, como si sucede en los casos en los que la captación de capital se articula mediante la emisión de acciones o participaciones de la sociedad promotora del proyecto³⁴. Esta rapidez se traduce en una mayor agilidad en el aporte de fondos, aunque también comporta menos garantías para el inversor al faltar la intervención de un fedatario público en el otorgamiento del contrato.

Por el contrario, son muchos los riesgos que asume el inversor al colocar sus ahorros en el mercado inmobiliario a través de esta fórmula contractual. En primer lugar, al tratarse de una fórmula atípica de obtención de financiación del público ahorrador, no resultan de aplicación ninguna de las normas de protección del inversor minorista que contempla el TRLMV, ni tampoco los límites de inversión, los deberes de transparencia y otras medidas de protección que articula la LFFE. Al *crowdfunding* mediante cuentas en participación solo le resultará de aplicación la magra, fragmentaria y vetusta regulación de este contrato en los arts. 239-243 CCom, regulación que contiene apenas unas pocas disposiciones, en su mayoría imperativas, que regulan las relaciones jurídicas externas, sin apenas referencias a las relaciones internas o al régimen de extinción del contrato, aspectos estos donde se plantean los mayores problemas en la práctica.

Esa falta de protección se manifiesta, en primer lugar, en la inexistencia de requisitos de transparencia. La falta de información suficiente sobre el proyecto puede abocar al inversor a una selección incorrecta de los proyectos a los que destina sus ahorros. Los déficits de información tienen su origen en la propia incertidumbre inherente a la evolución del concreto proyecto y del mercado inmobiliario. En esta fase inicial, es habitual que solo exista un plan de negocios para la compra, la rehabilitación o el alquiler, al que acechan numerosas incertidumbres. A ello se añade un problema de información asimétrica, pues no es viable para el pequeño inversor asumir los costes que conllevan la obtención y evaluación de la información que posee el promotor del proyecto inmobiliario. La falta de información o la divulgación de datos sesgados, engañosos o falsos puede conducir al inversor a la adopción de decisiones equivocadas o contrarias a sus intereses. Pero, incluso existiendo información suficiente y veraz, el inversor puede no ser capaz, por su falta de formación y preparación previas, de adoptar decisiones acertadas. Dado que las plataformas de financiación participativa que ofrecen *crowdfunding* inmobiliario permiten el acceso de cualquier persona con acceso a un ordenador conectado a Internet, existe el riesgo de que una porción

López, A. (2013), p. 218. No obstante, en ningún caso puede llegar a excluirse al partícipe de la participación en pérdidas, pues si habiendo pérdidas debe devolverse al partícipe lo invertido, estaríamos ante un contrato de préstamo y no de cuentas en participación. Así lo considera Cano López, A. (2013), p. 218. En la práctica los promotores que captan financiación a través de las plataformas suelen prever en los contratos la misma proporción de participación en pérdidas y ganancias. Véase, a modo de ejemplo, la cláusula 7.2 del contrato modelo que Bricks & People ofrece en su página web

³⁴ Esta es una de las ventajas que apunta López-Triviño, G. (2016), p. 333.



relevante de quienes invierten a través de ellas no comprendan realmente los riesgos que asumen.

Otro riesgo relevante al que se expone el inversor es la posibilidad de fraudes al amparo del anonimato inherente al propio funcionamiento de Internet, riesgo que se incrementa por la total falta de supervisión o control de estas plataformas de *crowdfunding* directo. Existe un riesgo elevado de comisión de delitos de estafa o apropiación indebida o incluso de ataques cibernéticos.

Una vez que se ha formalizado el contrato de cuentas en participación, el inversor se expone también a nuevos y diversos riesgos. El más importante es la posibilidad de pérdida de todo el capital invertido en caso de insolvencia del gestor o fracaso del proyecto. No olvidemos que el partícipe no tiene un derecho a la restitución de lo aportado, sino solo a la obtención de su parte en las ganancias, previa la liquidación y rendición de cuentas. A este respecto, algunas plataformas utilizan mensajes engañosos al indicar que la inversión del partícipe es más segura que otras modalidades de inversión, pues cuenta con la “garantía de un activo inmobiliario”, afirmación falsa, pues en caso de insolvencia del promotor, la posición del partícipe será la propia de un acreedor concursal titular de un crédito ordinario contingente (pendiente de la liquidación de pérdidas y ganancias). El contrato de cuentas en participación no atribuye al partícipe ningún derecho de propiedad, ni ningún derecho de garantía sobre el inmueble que adquiere el gestor, de forma que, en caso de insolvencia, el inmueble quedará afecto al pago de todas las deudas contraídas por el gestor, debiendo incluirse el partícipe entre los acreedores ordinarios.

También pueden surgir problemas de conflictos de intereses y desequilibrio en los derechos y obligaciones contemplados en el contrato, al ser la propia empresa promotora del proyecto inmobiliario quien lo predispone y publicita las oportunidades de negocio. En los modelos de contrato que publican las plataformas se observa un desequilibrio en los derechos y obligaciones de las partes en favor del gestor y promotor del proyecto. Así nos encontramos con cláusulas de exención de responsabilidad por culpa en caso de gestión negligente del proyecto inmobiliario³⁵ o con la atribución de un derecho a la cesión de la posición contractual del gestor a un tercero, sin necesidad de recabar el consentimiento del partícipe y sin que este pueda oponerse³⁶.

Otro riesgo que afronta el inversor es el riesgo de iliquidez de su inversión, dado que no existe un mercado a través del que puedan vender su posición contractual, aunque algunas plataformas se comprometen a tratar de buscar un potencial comprador al que pueda cederse la posición contractual del partícipe que

³⁵ Así, la cláusula séptima del contrato modelo que publica en su página web Bricks & People establece que: “El Partícipe asume el riesgo y ventura de la aportación de capital efectuada, declarando ser consciente y asumir el riesgo de pérdida de dicha aportación de capital, eximiendo en consecuencia a Bricks & People de cualquier responsabilidad por la pérdida, total o parcial, de la misma.

Asimismo, el Partícipe renuncia expresamente a reclamar a Bricks & People cantidad alguna ni ejercitar acción judicial o extrajudicial alguna contra ella, sus administradores y/o empleados, por razón del presente Contrato, o por razón de la aportación de capital efectuada, así como renuncia a solicitar indemnización por daños y perjuicios, lucro cesante o similar excepto de aquellos daños efectivos que tengan causa en actuaciones dolosas o con negligencia grave de Bricks & People en la gestión del Proyecto”.

³⁶ En el modelo de contrato que publica en su página web Bricks & People se incluye una cláusula novena en la que se indica que: “El Gestor, podrá ceder o transmitir total o parcialmente *inter vivos* por cualquier medio su posición en el Contrato, sin el previo acuerdo de la otra parte”.

quiera desinvertir³⁷. Otras en cambio, condicionan la transmisión de la posición contractual al previo consentimiento del gestor³⁸. En cualquier caso, la recuperación del capital invertido se demorará en el tiempo y requerirá encontrar un potencial inversor dispuesto a subrogarse en el contrato.

5.2. Opciones para la regulación del crowdfunding directo mediante cuentas en participación que pueden garantizar un nivel de protección suficiente al inversor.

El *crowdfunding* directo mediante cuentas en participación comporta una captación de ahorro del público no regulada. No obstante, los riesgos que asume el inversor son mayores incluso que los que arrostra su participación en el mercado primario de valores negociables, por lo que consideramos urgente que se aborde su regulación.

Una primera opción puede ser la prohibición expresa del uso de esta fórmula contractual para la captación masiva de financiación a través de Internet, pudiendo limitarse la prohibición a los inversores no cualificados, considerando como tales a las personas que conforme al art. 204 TRLMV tiene la consideración de cliente minorista. De esta forma, ni el *crowdfunding* intermediado, ni el directo se podría instrumentar mediante el contrato de cuentas en participación, salvo que la contraparte fuese un inversor profesional con conocimientos y recursos suficientes.

Sin embargo, tal vez resulte más conveniente, dados los beneficios que este contrato de financiación reporta a los demandantes de inversión, que se opte por su regulación. La fórmula más sencilla consistiría en incluir en el artículo 50 LFFE, el contrato de cuentas en participación como instrumento lícito para la captación de financiación a través de una plataforma de financiación participativa, junto con algunas adaptaciones de la regulación prevista en la LFFE en materia de información. De esta manera, los instrumentos de protección del inversor (transparencia y límites de inversión) que ofrece la LFFE se extenderían a esta fórmula contractual. Esta modificación debiera ir acompañada de una prohibición de captación directa de fondos por los promotores al margen de una plataforma de financiación participativa debidamente autorizada. Esta opción tiene el inconveniente de que encarece la obtención de financiación al obligar al promotor a publicitar su proyecto a través de una plataforma de financiación participativa autorizada, a la que habrá de retribuirse por su labor de intermediación.

Finalmente, otra posibilidad consistiría en regular el *crowdfunding* directo, articulado mediante contratos de cuentas en participación o mediante cualquier otra fórmula jurídica, garantizando un nivel suficiente de transparencia para que este nuevo canal de financiación directa de las empresas no se convierta en una

³⁷ En este sentido Cano López, A. (2013), pp. 228-229 aboga por una titulación de los derechos del cuentapartícipe, de forma que posteriormente pudiesen transmitirse. En mi opinión, y tomando en consideración que este autor califica el contrato de cuentas en participación como un contrato de naturaleza societaria, lo que está pretendiendo es inventar algo que ya existe: las sociedades de capital. La estructura que propone puede ser fácilmente sustituida por una sociedad de capital en la que se emitan series de acciones o participaciones sin derecho a voto.

³⁸ Así la cláusula novena del contrato modelo de Bricks & People establece que: "El Partícipe no podrá ceder o transmitir el Contrato por ningún medio sin el previo consentimiento del Gestor".



fuente de fraude. En mi opinión, sería conveniente regular de manera general cualquier supuesto de apelación al público por medios de comunicación de masas, como es Internet, en demanda de financiación, acercándonos así al modelo norteamericano que protege al inversor en cualquier emisión de “*securities*” por parte de un demandante de financiación. En EE.UU se utiliza un concepto muy amplio de *securities*, considerando como tal cualquier instrumento que permita una operación de inversión con apelación al público de manera que los mecanismos de protección al inversor, son de aplicación siempre que exista un *investment contract* con independencia de la forma jurídica utilizada para reflejar la operación³⁹.

En tal caso, la nueva regulación debería garantizar la necesaria transparencia de las inversiones propuestas, exigiendo unos datos mínimos a publicar coincidentes con los exigidos a los proyectos que captan financiación a través de plataformas de financiación participativa autorizadas y destacando especialmente los riesgos que asume el inversor. La difusión de información suficiente es un elemento clave en la protección de los inversores. Es cierto que la imposición de deberes de divulgación de información a los promotores a través de las plataformas también comporta unos costes en términos monetarios y de oportunidad que, si resultan excesivamente onerosos, pueden hacer inviable esta fórmula de financiación. Por lo tanto, el reto para el legislador estriba en garantizar un nivel de transparencia suficiente, pero evitando la imposición de deberes excesivamente onerosos que impidan el crecimiento del *crowdfunding* inmobiliario.

Como ya propusimos en un anterior trabajo al que nos remitimos⁴⁰, la clave reside en fijar distintos requisitos de transparencia y controles en función de los importes máximos de financiación que pretende captarse del público inversor. Así, debiera establecerse un importe máximo no muy elevado de financiación que puede captar de forma directa un único promotor durante un periodo de doce meses, mediante solicitud pública de financiación a través de una plataforma propia y para proyectos propios. En mi opinión, tal límite podría fijarse en quinientos mil de euros. Para importes superiores parece razonable que se exija la necesaria intermediación de una plataforma de financiación participativa o un prestador de servicios de inversión, pues aun cuando la obtención de financiación comporte un coste superior para el promotor, se garantiza una mayor transparencia y protección del inversor.

³⁹ El concepto de *security* se contiene en la sección 2(1) de la *Securities Act* de 1933 norteamericana. Es una definición muy amplia y genérica, que se limita a enumerar diversas categorías de instrumentos financieros. Ha sido la jurisprudencia la que ha ido concretando cuando se estaba en presencia o no de *securities*, estimando que esto sucede si existe entre las partes un “*investment contract*”. El concepto de “*investment contract*” se acuñó en la importante sentencia *SEC v. W.J. Howey Co.* (328 US 293, 66 S.Ct. 1100 –1946-) donde fue definido como “*a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party*”. Esta sentencia dio lugar al conocido como *Howey test* que los Tribunales aplican para dirimir si están o no en presencia de un *security*. A esto se añaden otros factores que los Tribunales tienen en cuenta como puede ser la percepción del inversor, la comercialización por intermediarios del mercado financiero, etc... Sobre el concepto de *security* en el Derecho norteamericano, véase Hazen, T. L. (2002), pp. 37-72, Bloomenthal, H. S., y Roberts & Owen, H. (2007), § 2.1 a 2.22.

⁴⁰ Véase nuestra propuesta de tres niveles en Hernández Sainz, E. (2015), apartado 3.1.

6. CONCLUSIONES.

El *crowdfunding* inmobiliario constituye una variante de financiación participativa consistente en una solicitud pública de financiación a través de una plataforma o portal público en Internet dirigida a una pluralidad de personas, para la puesta en marcha y desarrollo de cualesquiera proyectos de inversión en el mercado inmobiliario, a cambio de una participación en los beneficios obtenidos con el alquiler o la posterior venta de los inmuebles objeto del proyecto de inversión. Pese a su reciente aparición en nuestro país ha experimentado un crecimiento notable en apenas dos años.

El *crowdfunding* inmobiliario presenta dos modalidades en nuestro país. Una primera de carácter intermediado, en la que un plataforma pone en contacto a promotores y empresas inmobiliarias con inversores de manera profesional, modalidad que queda sometida a la regulación prevista en la LFFE, por lo que está prohibida la utilización de contratos de cuentas en participación para la captación de la financiación. La otra modalidad constituye un supuesto de *crowdfunding* directo, en la que es la promotora o empresa inmobiliaria quien solicita públicamente financiación a través de su propia página web, pero exclusivamente para operaciones o negocios inmobiliarios que ella misma va a gestionar o explotar. En esta segunda modalidad, la inversión se canaliza mediante contratos de cuentas en participación, de manera que no resultan de aplicación ni la LFFE, ni tampoco el TRLMV. Esta situación de alegalidad sitúa a los potenciales inversores en una posición de total desprotección y es el caldo de cultivo propicio para fraudes de todo tipo.

Por ello consideramos urgente la regulación de esta modalidad de *crowdfunding* directo instrumentado en cuentas en participación, bien sea para prohibirla o lo que, a nuestro juicio resultaría más útil, para articular una regulación que equipare la protección que se otorga al partícipe que invierte directamente mediante el contrato de cuentas en participación a la que ya tiene reconocida el inversor en valores negociables. En mi opinión, debería garantizarse un nivel mínimo de transparencia y un control frente al fraude siempre que exista una solicitud pública de financiación dirigida a cualquier potencial inversor, siendo irrelevante cuál es el instrumento jurídico a través del cual se prevé canalizar la obtención de financiación (emisión de valores negociables, emisión de participaciones de sociedades limitadas o celebración de contratos de cuentas en participación). Ciertamente, los requisitos de transparencia pueden flexibilizarse y adaptarse para las PYMEs, de manera que estas también puedan recurrir al público en demanda de financiación, pero lo que no es admisible son solicitudes públicas de financiación al margen de cualquier exigencia de protección del inversor, tal y como ahora sucede con el *crowdfunding* inmobiliario directo mediante cuentas en participación.

7. Bibliografía y documentos de interés.

- AA.VV. (coords. Moreno Serrano, E. y Cazorla González-Serrano, L.) (2016): *Crowdfunding: aspectos legales*, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor.
- Ahlers, G., Cumming, D. J., Guenther, C. y Schweizer, D. (2013): *Equity Crowdfunding*, (accessible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2362340> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2362340>).



- Athawal, N. (2017): "Real estate *crowdfunding*. 3 trends in 2017" *Forbes*, 17 de febrero (accesible en <https://www.forbes.com>)
- Barba de Vega, J. (2009): "Cuentas en participación" en *Contratos mercantiles* (dir. Bercovitz Rodríguez-Cano), t. I, Aranzadi, Cizur Menor, pp. 1505 y ss.
- Belleflamme, P., Lambert, T. y Schwienbacher, A. (2010): *Crowdfunding: An Industrial Organization Perspective*, conferencia preparada para el *Workshop Digital Business Models: Understanding Strategies*, celebrado en París, el 25-26 de junio de 2010 (http://economix.fr/pdf/workshops/2010_dbm/Belleflamme_al.pdf.)
- Bieri, D. S (2015): *Crowdfunding and the City: The end of Cataclism money?*, diciembre de (accesible en <https://www.researchgate.net>, último acceso 13 de julio de 2017)
- Bloomenthal, H. S. y Roberts & Owen, H. (2007): *Securities Law Handbook*, vol. 1, Securities Law Handbook Series, Thomson West Group, St. Paul.
- Bradford, C. S. (2012): "Crowdfunding and the Federal Securities Laws", *Columbia Business Law Review*, Vol. 2012-1, pp. 1 y ss.
- Broseta Pont, M. y Martínez Sanz, F. (2016): *Manual de Derecho mercantil*, 26ª ed., vol. I, Tecnos, Madrid.
- Cano López, A. (2013): "La problemática financiación de la empresa de economía social: las cuentas en participación en red", en *Estudios de Derecho mercantil: Liber amicorum profesor Dr. Francisco Vicent Chuliá* (coord. Petit Lavall, Mª V.), Tirant lo Blanch, Valencia, pp. 209 y ss.
- Cohen, J. (2017): "A Study on the History and Functionality of Real Estate *Crowdfunding*," *Joseph Wharton Research Scholars* (accesible en http://repository.upenn.edu/joseph_wharton_scholars/19).
- Fernández de la Gándara, L. (1998): "Las cuentas en participación: un ensayo de caracterización dogmática y funcional" en *Estudios de Derecho Mercantil homenaje al Profesor Justino Duque Domínguez*, vol. I, Valladolid, pp. 259 y ss.
- Fernández de la Gándara, L. (2010): *Derecho de Sociedades*, vol. I. Tirant lo blanch, Valencia.
- Fernández Novoa, C. (1962): "Las notas distintivas de las cuentas en participación (Comentario a la sentencia de 3 de mayo de 1960)" *RDM* nº 84, pp. 429 y ss.
- Galacho Abolafo, A. (2015): "Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 29 de mayo de 2014. El contrato de cuentas en participación: naturaleza y consecuencias jurídicas de su resolución", *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, nº 97, enero-abril.
- Girón Tena, J. (1976): *Derecho de Sociedades*, vol. I, Madrid.
- Gual Dalmau, Mª A. (1993): *Las cuentas en participación*, Civitas, Madrid.
- Hazen, T. L. (2002): *The Law of Securities Regulation*, 4ª ed., West Group, St. Paul, Minnesota.
- Hernández Sainz, E. (2015): "La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y start-ups a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)", *Revista de Derecho del mercado de valores*, nº 16, pp. 1 y ss.
- Hernández Sainz, E. (2016): "Los límites de inversión como protección del inversor en "equity *crowdfunding*"", *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes* (dir. Alonso Ledesma, C.), Tirant lo Blanch, Valencia, pp. 985 a 1036.
- Lambert, T. y Schwienbacher, A. (2013): "Crowdfunding: Tapping the right crowd" *Journal of business venturing*, pp. 1 y ss.
- León Sanz, F.J. (2013): "Las cuentas en participación" en *Derecho Mercantil*, (Coords. Jiménez Sánchez, G./Díaz Moreno), vol. 3, Marcial Pons, pp. 112 y ss.
- López-Triviño, G. (2016): "El *crowdfunding* de inversión con modelo de cuenta participe" en AA.VV. (coords. Moreno Serrano, E. y Cazorla González-Serrano, L.), *Crowdfunding: aspectos legales* Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor, pp. 333 y ss.
- Martínez Balmaseda, A. (2011): *Las cuentas en participación y su vertiente interna*, Comares, Granada.
- Martínez Balmaseda, A. (2015): "La atipicidad y las cuentas en participación", *RdS* nº 44.
- Martínez Martínez, Mª T. (2014): "Sociedades personalistas" *Derecho de sociedades*, (dir. Alonso Ledesma, C.), Atelier, Madrid, pp. 87 y ss.

E. Hernández Sainz: “El crowdfunding inmobiliario mediante contratos de cuentas en participación: una fórmula de inversión participativa ¿alegal o prohibida?”

- Moreno Serrano, E. (2016): “Configuración jurídica del *crowdfunding* como forma alternativa de financiación” en AA.VV. (coords. Moreno Serrano, E. y Cazorla González-Serrano, L.), *Crowdfunding: aspectos legales*, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor, pp. 35 y ss.
- Paz-Ares, C. (2006): “La sociedad mercantil: atributos y límites de la personalidad jurídica. Las cuentas en participación”, en AA.VV. (dirs. Uría, R. y Menéndez, A.), *Curso de Derecho Mercantil*, vol. I, 2ª edición, Thomson Civitas, Madrid, pp. 567 y ss.
- Rodríguez Díaz, I. (1999): “Las cuentas en participación como alternativa para la financiación de las sociedades de responsabilidad limitada. Especial referencia a su utilidad en sociedades familiares” *Actualidad civil* nº XXIX, 1999-2, pp. 489 y ss.
- Röthler, D. y Karsten W. (2011): *Crowdfunding Schemes in Europe*, European Expert Network on Culture Report, pp. 1 y ss.
- Sánchez Pachón, L. Á. (2016): “Las cuentas en participación como instrumento de financiación alternativa en la legislación cooperativa española” en AA.VV. (dir. Alonso Ledesma, C.), *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes* Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, pp. 861-885.
- Serra Mallol, A. J. (1991): *El contrato de cuentas en participación y otras formas asociativas mercantiles*, Madrid.
- Schwiebacher, A., y Larralde, B. (2012): “*Crowdfunding of entrepreneurial ventures*”, *The Oxford Handbook of entrepreneurial finances* (ed. Cumming, D.), Oxford University Press.
- Vicent Chuliá, F. (2016): “El contrato de cuentas en participación no es un contrato de sociedad” *Revista de Derecho Patrimonial* nº 41, pp. 31 y ss.
- Zhang et al. (2016): *Sustaining Momentum. The 2nd European Alternative Finance Industry Report*, KPMG, Cambridge, 2016.



DOCUMENTOS DE INTERÉS

- Asociación Española de Fintech e Insurtech (2017): *Libro Blanco de la Regulación Fintech en España*.
- Bricks & People, *Tu contrato de inversión con bricks&people. ¿firmamos?* (accesible en <https://www.bricksandpeople.com>, último acceso 26 de agosto de 2017).
- Comisión Europea (2014): *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y social europeo y al Comité de las regiones: Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea*, Bruselas 27 de marzo de 2014, COM (2014) 172 final.
- Comisión Europea (2016): *Crowdfunding in the EU Capital Market Unions*, Brussels, 3 de mayo, ref. SWD (2016) 154 final.
- ESMA (2015), *Investment-based crowdfunding. Insights from regulators in the EU*, 13 de mayo, Ref. ESMA/2015/856.
- Universo Crowdfunding (2017): *Informe anual 2016* (accesible en <https://www.universocrowdfunding.com/datos-crowdfunding-espana/>)