

Respaldo del Sector Público a las alternativas Fintech de financiación para promotores y constructores: estudio comparado de la fiscalidad del *Crowdfunding*

Public Sector Support for Fintech financing alternatives for developers and builders: a comparative study of Crowdfunding taxation

por

SOFÍA BORGIA SORROSAL

*Directora de los Grados de Derecho y de Derecho + Criminología
Universidad Francisco de Vitoria*

RESUMEN: En un contexto de crisis económica el sector inmobiliario, como principal motor de la economía, necesita que los poderes públicos adopten medidas que faciliten el acceso al crédito a los demandantes de vivienda propiciando así la colocación de sus productos en el mercado.

Por otra parte, promotores y constructores llevan tiempo reclamando medidas complementarias de estímulo a los nuevos sistemas alternativos de financiación que faciliten el flujo del crédito también a las empresas.

El presente trabajo hace un breve repaso de las principales medidas adoptadas por algunos países de nuestro entorno para facilitar el acceso al

crédito de los demandantes de vivienda. Sin embargo donde verdaderamente se centra este estudio es en el análisis del *Crowdfunding* como posible sistema alternativo de financiación para promotores y constructores.

En los siguientes apartados se revisa la fiscalidad del *Crowdfunding* y se lleva a cabo un estudio comparado de los incentivos fiscales adoptados por algunos países europeos para impulsar este sistema alternativo de financiación. Asimismo, se revisan los principales riesgos y dificultades que acompañan al *Crowdfunding* y que pueden suponer un obstáculo para su desarrollo e implantación.

ABSTRACT: In a context of economic crisis, the real estate sector, as the main engine of the economy, needs public authorities to adopt measures to facilitate access to credit for housing claimants, thus facilitating the placing of their products on the market. On the other hand, promoters and builders have for some time been calling for complementary measures to encourage new alternative financing systems to facilitate the flow of credit also to companies. This paper provides a brief overview of the main measures taken by some countries in our environment to facilitate access to credit for housing claimants.

*However, where this study really focuses is on the analysis of *Crowdfunding* as a possible alternative financing system for developers and builders.*

*The following sections review the taxation of *Crowdfunding* and carry out a comparative study of the tax incentives adopted by some European countries to promote this alternative financing system. It also reviews the main risks and difficulties that accompany *Crowdfunding* and that can be an obstacle to its development and implementation.*

PALABRAS CLAVE: *Crowdfunding* inmobiliario. Incentivos fiscales. Sistemas alternativos de financiación. *Equity Crowdfunding. Crowd lending. Fintech.*

KEY WORDS: *Real estate Crowdfunding. Tax incentives. Alternative financing systems. Equity Crowdfunding. Crowd lending. Fintech.*

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN.—II. PRINCIPALES MEDIDAS ADOPTADAS EN ITALIA, FRANCIA Y REINO UNIDO PARA FACILITAR EL ACCESO AL CRÉDITO DE LOS ADQUIERENTES DE VIVIENDA TRAS LA CRISIS ECONÓMICA DE 2008: 1. ITALIA: *A) Leasing de vivienda.* 2. FRANCIA: *A) Préstamo a interés 0 (PTZ). B) La caución como sistema de garantía.* 3. REINO UNIDO: *A) El «Préstamo de Equidad».*—III. ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN PARA CONSTRUC-

TORES Y PROMOTORES: EL CROWDFUNDING INMOBILIARIO O REAL ESTATE: 1. *CROWDFUNDING* DE EQUIDAD O *EQUITY CROWDFUNDING*. 2. *CROWDFUNDING* DE PRÉSTAMO O *CROWDLENDING*. 3. REGULACIÓN Y EVOLUCIÓN DEL *CROWDFUNDING*. 4. ESPECIAL REFERENCIA A LA REGULACIÓN ESPAÑOLA.—IV. LA POLÍTICA FISCAL COMO APOYO DEL SECTOR PÚBLICO A LAS FINTECH Y EN CONCRETO AL *CROWDFUNDING*: 1. FISCALIDAD DEL *CROWDLENDING*: A) *Tributación del prestatario/promotor persona física*. B) *Prestatario/promotor persona jurídica*. C) *Tributación del prestamista/inversor*: a. Prestamista/inversor persona física. b. Prestamista/Inversor persona jurídica. 2. FISCALIDAD DEL *EQUITY CROWDFUNDING*: A) *Tributación para el promotor persona jurídica*. B) *Tributación de los inversores*: a') Inversor persona física. b') Inversor persona jurídica. 3. INCENTIVOS FISCALES ESPECIALMENTE PENSADOS PARA EL *CROWDFUNDING* EN ESPAÑA. 4. TRATAMIENTO FISCAL DEL *CROWDLENDING* Y DEL *EQUITY CROWDFUNDING* EN: REINO UNIDO, FRANCIA, ITALIA Y BÉLGICA: A) *Reino Unido*. B) *Francia*. C) *Italia*. D) *Bélgica*.—V. CONCLUSIONES.

I. INTRODUCCIÓN

Tras la crisis económica de 2008, uno de los principales problemas a los que se enfrentó el sector inmobiliario en su conjunto, es el de la falta de financiación¹, problema que previsiblemente se verá agravado en 2020/21 tras la pandemia mundial provocada por el COVID-19.

Durante estos años los gobiernos de los distintos países europeos han intentado garantizar el acceso a la vivienda de los ciudadanos ideando fórmulas que faciliten el acceso al crédito de los demandantes de vivienda. En este sentido, en Europa destacan medidas como las introducidas por Italia, Francia o Reino Unido que analizaremos en el siguiente apartado.

Si bien es cierto que a promotores y constructores les benefician todas la medidas encaminadas a facilitar el flujo de crédito a los adquirentes, se echan de menos medidas más directas a favor de este sector económico, que en España ha sido y es uno de los principales motores de nuestra economía².

Cada vez son más las empresas que buscan fuentes de financiación alternativas a las vías tradicionales de obtención del crédito³.

En este sentido, el *Crowdfunding* inmobiliario es un concepto relativamente nuevo⁴, que aplica la lógica *fintech* a la recaudación de capital para inversiones inmobiliarias. El capital recaudado se utiliza para comprar, desarrollar o renovar un activo inmobiliario con el objetivo de un uso o transacción posterior. Gracias a la naturaleza del mecanismo de *Crowdfunding*, los usuarios pueden diversificar sus carteras invirtiendo en diversas propiedades.

El *Crowdfunding* podría suponer un balón de oxígeno para los promotores de proyectos inmobiliarios, que lo podrían utilizar como sistema de financiación alternativo y complementario⁵ a los sistemas tradicionales.

II. PRINCIPALES MEDIDAS ADOPTADAS EN ITALIA, FRANCIA Y REINO UNIDO PARA FACILITAR EL ACCESO AL CRÉDITO DE LOS ADQUIERENTES DE VIVIENDA TRAS LA CRISIS ECONÓMICA DE 2008

1. ITALIA

A) *Leasing de vivienda*

En plena crisis económica y ante la dificultad de los ciudadanos para acceder al crédito y, por tanto a la adquisición de vivienda habitual, Italia apostó por el *leasing* de vivienda principal como alternativa a las vías de acceso tradicionales. En 2016 la Ley de Estabilidad Italiana⁶ introdujo modificaciones en el ámbito civil y tributario para regular un *leasing* de vivienda habitual⁷.

Esta forma alternativa de acceder a la vivienda se instrumenta a través de un contrato de arrendamiento, que firma el futuro comprador con el banco o intermediario financiero que compra o tiene inmuebles de su propiedad. Este contrato implica el pago de una cuota por periodo determinado, pasado el cual se podrá adquirir la propiedad de la vivienda por el precio previamente pactado⁸.

Este arrendamiento va acompañado de una deducción en el IRPF de 19% de los gastos incidentales resultantes del contrato de *leasing* con el límite de 8000€ anuales. El precio de rescate de la vivienda será por importe no superior a 20.000€.

Esta medida iba a estar en vigor, en principio, desde el 1 de enero del 2016 hasta el 31 de diciembre de 2020. Sin embargo el gobierno italiano está planteándose la ampliación de esta y otras medidas ante la crisis económica que se cierne a nivel mundial a raíz del COVID-19.

Para poder acceder a este tipo de contrato:

- El inmueble debe ser utilizado como residencia principal en el plazo de un año tras la entrega.
- En el momento de la celebración del contrato la persona interesada debe tener menos de 35 años, unos ingresos inferiores a 55.000 euros y no ser propietario de ninguna otra vivienda.

Asimismo, está previsto un *leasing* residencial para mayores de 35 años que no tengan ingresos superiores a 55.000€⁹. En estos casos la deducción anual del IRPF tiene un límite de 4000€ y no de 8000€ y el precio de rescate de la vivienda está fijado en 10.000€.

La vigencia de esta medida abarca también desde el 1 de enero de 2016 hasta el 31 de diciembre de 2020.

2. FRANCIA

A) *Préstamo a interés 0 (PTZ)*

En Francia destaca la creación del llamado «préstamo a interés 0 (PTZ)».

En enero de 2011 se eliminó en Francia la deducción por inversión en vivienda y se introdujo el llamado PTZ; préstamo sin intereses¹⁰.

Para poder dar este tipo de préstamos las entidades financieras deben haber firmado un convenio con el Estado. El interesado elige la entidad financiera que más le convenza y, por su parte, la entidad prestamista revisará libremente la solvencia y las garantías del prestatario; y no tiene la obligación de concederle el PTZ si no cubre las garantías exigidas.

La concepción de este préstamo sin intereses fue evolucionando y en 2016 se ampliaron considerablemente los techos de renta de los contribuyentes que quieren optar a ese tipo de préstamo para adquirir su vivienda habitual¹¹.

Las entidades financieras conceden préstamos a interés 0 a quienes, cumpliendo una serie de requisitos, vayan a adquirir su primera vivienda. Estos préstamos a interés 0, solo podrán financiar una parte de la compra, siendo el tope máximo el 40% del precio de la operación.

Por otra parte, hay que señalar que una persona beneficiaria de un préstamo sin interés puede vender su vivienda y traspasar el préstamo para la adquisición de la nueva vivienda.

Por último, el plazo en que los beneficiarios deben devolver el préstamo depende de su volumen de renta, de la composición del hogar y de la zona en la que hayan adquirido su vivienda. El plazo se extiende de 20 a 25 años según el caso, y comprende 2 períodos: un período diferido, durante el cual no se reembolsa préstamo (este tiempo será de 5, 10 o 15 años dependiendo del volumen de renta del prestatario), y segundo período de reembolso, que varía entre 10 y 15 años.

Por el momento este tipo de préstamo está en vigor hasta diciembre de 2021 en Francia.

B) La caución como sistema de garantía

En Francia se está utilizando la caución como sistema de garantía bancaria alternativo a la hipoteca. Este tipo de garantía es ahora mismo el sistema más utilizado en este país. Consiste en una garantía bancaria suscrita en el momento de adquirir la vivienda. Se trata de un servicio más barato que la hipoteca y mucho menos burocrático¹².

La garantía bancaria puede estar prestada por una persona física (familiar o amigo) o una persona jurídica (empresa dedicada a prestar este tipo de garantías).

El coste de la garantía bancaria prestada por el Fondo de Garantía Recíproca (FMG¹³) se paga al inicio del préstamo, y supone un promedio de 1,5% de la cantidad del préstamo. Este precio, que incluye la comisión de garantía y la participación en el FMG, puede ser recuperado parcialmente por el cliente al finalizar el préstamo.

3. REINO UNIDO

A) El «Préstamo de Equidad»

Este préstamo implantado en Reino Unido¹⁴ es, en nuestra opinión, una medida innovadora y eficaz para solventar el problema de financiación de muchos adquirentes de vivienda.

Estos préstamos, que en un principio solo iban a estar vigentes hasta abril de 2016, están abiertos a todos los propietarios potenciales y existentes, sin límite salarial ni de ingresos, hasta 2021.

Este esquema permite obtener una hipoteca con solo un depósito del 5%, siempre que la vivienda cueste menos de 600.000 libras.

El Gobierno es quien presta el 20%¹⁵ del valor de una propiedad en forma de un préstamo de capital a bajo interés. El sujeto beneficiario tendrá que aportar un depósito del 5% y asegurar una hipoteca para cubrir el otro 75% del coste de la propiedad. Los requisitos son:

- Que se adquiera una vivienda de nueva construcción.
- El precio no puede superar las 600.000 libras en Inglaterra (o las 300.000 en Gales).
- No tener ninguna otra vivienda en propiedad.
- No cederlo en arrendamiento después de la adquisición.
- La venta debe realizarla un constructor registrado como constructor de ayuda para la compra.

III. ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN PARA CONSTRUCTORES Y PROMOTORES: EL CROWDFUNDING INMOBILIARIO O REAL ESTATE

En un contexto de crisis económica mundial como la que hemos vivido y previsiblemente vamos a vivir en los próximos años, no solo los adquirentes de vivienda tienen problemas para acceder al crédito, también promotores y constructores se ven abocados a la búsqueda de fuentes de financiación alternativa.

Dentro del *Crowdfunding* de inversión encontramos el *Crowdfunding* inmobiliario, o *Real Estate*, como un método relativamente nuevo de financiación colectiva.

La recaudación se realiza mediante Plataformas de Financiación colectiva a través de las cuales los inversores realizan distintas aportaciones dinerarias destinadas a la adquisición o rehabilitación de inmuebles con el objeto de obtener un beneficio a través del alquiler o venta del mismo.

El factor diferencial del *Crowdfunding* inmobiliario está en la posibilidad de que los pequeños inversores participen en la financiación y los beneficios de grandes proyectos inmobiliarios a través de una plataforma tecnológica¹⁶.

Estas plataformas permiten a los inversores invertir en la adquisición de inmuebles sin tener que tratar con otros intermediarios.

En su lugar, la plataforma de financiación colectiva es quien se ocupa de realizar las operaciones y gestiones necesarias para garantizar el éxito de la operación.

Hasta hace poco, la inversión en negocios inmobiliarios era algo que no estaba al alcance de todo el mundo. Ahora, con la financiación colectiva de bienes inmuebles, surge una nueva forma de invertir en promociones inmobiliarias permitiendo la entrada a pequeños inversores que, con los métodos tradicionales de inversión, nunca habrían podido acceder a este tipo de negocio. Son las nuevas tecnologías y la digitalización las que están ayudando a democratizar las inversiones inmobiliarias.

En el *Crowdfunding* intervienen tres actores principales: el promotor del proyecto, los inversores que van a financiarlo y un organismo que pone en contacto a promotores e inversores a través de una plataforma digital (P2P).

El *Crowdfunding* se basa en financiar proyectos de todo tipo utilizando la fuerza que pueden reunir multitud de personas a través de plataformas digitales.

Para comprender mejor las formas de invertir en estos proyectos inmobiliarios hay que saber que existen diferentes tipos de inversiones inmobiliarias de *Crowdfunding* disponibles, entre las que destacan las dos que comentamos a continuación.

1. *CROWDFUNDING DE EQUIDAD O EQUITY CROWDFUNDING*

Existen distintas formas de realizar la inversión mediante *Crowdfunding*. En España la más frecuente es la adquisición de acciones, para lo cual se crea una sociedad, normalmente una S.L. En este caso, los inversores eligen el proyecto inmobiliario que más atractivo les parece para invertir, se registran en la plataforma y formalizan la inversión, mediante transferencia bancaria o pago en línea.

Una vez que el proyecto recauda el 100% del capital solicitado para llevar a cabo la compra o rehabilitación del inmueble, se realiza la suscripción de acciones en la nueva S.L. De ese modo, los distintos inversores pasan a participar en el capital de la sociedad en función de la cuantía invertida, siendo la sociedad la que adquiere el inmueble. En caso de no alcanzar el capital necesario para llevar a cabo el proyecto se devuelve el dinero a los inversores.

Los inversores reciben su parte de las ganancias de forma trimestral o anual. Este sistema permite mayores ingresos potenciales, pero no está exento de riesgo para los inversores que, al ser propietarios del proyecto, pasan a ser los últimos en el orden de cobro.

Asimismo existe riesgo de falta de liquidez, puesto que las acciones en compañías más pequeñas o en la etapa inicial no son líquidas y están sujetas a volatilidad. Los inversores pueden tener dificultades para acceder a su dinero después de la inversión.

2. *CROWDFUNDING DE PRÉSTAMO O CROWDLENDING*

El «*Crowdlending*» o préstamo colectivo es uno de los modelos más importantes de financiación alternativa en el que el capital requerido para un proyecto o negocio es proporcionado por diferentes prestamistas privados. Son préstamos P2P que se conceden mediante plataformas cuya función es poner en contacto a usuarios que necesitan financiación con inversores que buscan rentabilidad para sus ahorros sin tener que acudir a entidades bancarias.

El *Crowdlending* consiste en prestar dinero a individuos o empresas a través de plataformas en línea que relacionan directamente a prestamistas con prestatarios, sin pasar por los bancos u otras instituciones financieras.

Las compañías de préstamo público generalmente operan en línea, por lo que pueden operar con gastos generales más bajos y proporcionar el servicio a un precio más económico que las instituciones financieras tradicionales. De este modo:

- Los prestatarios pueden pedir dinero prestado a tipos de interés más bajos.
- Los inversores o prestamistas reciben una mayor rentabilidad en comparación con otros productos financieros como depósitos a plazo u otros tipos de inversión ofrecidos por los bancos.
- Las plataformas de préstamos P2P obtienen sus beneficios del servicio de intermediación entre promotores e inversores.

El funcionamiento de esta modalidad es similar al de un contrato bancario, siendo el prestamista una persona física o jurídica y no una entidad financiera.

En este caso los inversores realizan un préstamo a una sociedad que es la que va a llevar a cabo el proyecto inmobiliario. La contraprestación al inversor consiste en el reintegro, en un plazo previamente pactado, del dinero prestado más unos intereses previamente establecidos¹⁷; si bien en algunos casos es posible obtener una devolución adicional vinculada a la venta de la propiedad.

De esta forma, el inversor no recibe acciones en la propiedad como en el *Equity Crowdfunding*, sino un rendimiento fijo basado en un tipo de interés pactado y la cantidad de dinero prestado. La forma en que el inversor obtiene el dinero puede variar dependiendo de si el préstamo es a corto o a largo plazo.

Los principales riesgos de esta modalidad son:

- El atraso en los pagos: no hay certeza de que los prestatarios puedan reembolsar a los inversores a tiempo.
- La falta de una garantía tan sólida como la hipoteca: las plataformas de *Crowdfunding* no pueden registrar una hipoteca sobre el activo. La empresa que toma prestado el dinero adquiere la propiedad de los activos y lo otorga como garantía hipotecaria a un Vehículo de Propósito Especial (SPV¹⁸, en inglés) que lo tiene como garantía para todos los prestamistas.

Ante esta situación, muchas plataformas de financiación colectiva de bienes inmuebles están ofreciendo la posibilidad de hacer inversiones combinadas de capital y deuda para ofrecer a los inversores opciones de inversión más seguras, permitiendo obtener rendimientos más altos con riesgos mucho más bajos.

3. REGULACIÓN Y EVOLUCIÓN DEL CROWDFUNDING

Como afirma MORENO SERRANO (MORENO SERRANO, 2017, 123)¹⁹, el término *Crowdfunding* no tiene traducción legal. Ninguna de las

formas de financiación que se esconden tras la palabra *Crowdfunding* es nueva (donaciones, recompensas, préstamos, adquisición de acciones), lo novedoso es la presencia de la tecnología, de internet, que da a conocer el proyecto y permite, mediante la intermediación, la participación en el mismo de un gran número de personas.

Podemos decir que el *Crowdfunding* permite hacer de un modo distinto cosas que jurídicamente ya existían.

Teniendo en cuenta que no existe una regulación estándar para el *Crowdfunding* a nivel mundial, ha sido necesario un entorno regulado para el desarrollo de los mercados locales.

Desde 2012, algunos países han adoptado regulaciones restrictivas como EE.UU²⁰., Alemania o Francia, mientras otros países como el Reino Unido han optado por regulaciones más permisivas. Sin embargo, en la mayoría de los países las regulaciones existentes permiten el *Equity Crowdfunding* o *Crowdfunding* de capital, que es uno de los más utilizados en el ámbito inmobiliario.

El nivel de implantación del *Crowdfunding* a nivel mundial es muy distinto. De acuerdo con un estudio realizado por Universo *Crowdfunding* en 2017, España recaudó por este medio 113 millones de euros, frente a los 4.300 millones de Reino Unido o los 19.000 millones de EE.UU.

Un estudio realizado un año después demuestra que la financiación participativa sigue creciendo en España con un incremento del 62,12% respecto de las cifras de 2017²¹.

En el mercado europeo el *Crowdfunding* de inversión inmobiliaria es relativamente joven y se caracteriza por la necesidad de atracción de nuevos inversores y por la demanda de sistemas de financiación alternativa debido a la brecha del mercado.

Actualmente los países europeos que más han desarrollado este modelo de financiación inmobiliaria son Gran Bretaña, Francia y Alemania.

En Europa, las diferencias entre las normas de los distintos estados miembros son tantas que obstruyen la prestación transfronteriza de servicios de *Crowdfunding*; y esto tiene un efecto directo en el funcionamiento del mercado interno de dichos servicios. El hecho de que el marco legal esté fragmentado a lo largo de las fronteras nacionales incrementa los requisitos de cumplimiento legal para los inversores, que a menudo se desaniman ante las dificultades que encuentran y que son desproporcionadas en relación al tamaño de su inversión. Al mismo tiempo, el riesgo de fraude retrae en muchas ocasiones a los inversores que dejan pasar oportunidades de negocio exitosas por miedo a no recuperar su inversión. En este sentido, es fundamental como señala SIGAR, (SIGAR, 2012, 482-484)²² trabajar en la elaboración de un protocolo de buenas prácticas para las plataformas. La falta de transparencia y la no rendición de cuentas aumenta el riesgo que

asumen los inversores, lo que se traduce en una asimetría de información que tiene un impacto muy negativo en la consolidación del *Crowdfunding* como sistema alternativo de financiación.

Algunos autores (AGRAWAGL y CATALINI, 2014, 18-19)²³ explican que los principales problemas del *Crowdfunding* en Europa son la falta de competencia de algunos promotores, el fraude y la falta de garantías a los inversores. En esta misma línea se pronuncia una parte de la doctrina (HAZEN, 2012, 1757)²⁴ en EE.UU. sobre los cambios legislativos causados por el crecimiento del *Crowdfunding* y la necesidad de proporcionar un nivel adecuado de protección para los inversores.

Todo lo anterior provoca que las operaciones de *Crowdfunding* se hayan mantenido en muchos casos en un ámbito nacional en detrimento de un mercado de *Crowdfunding* único para toda la Unión Europea²⁵. Se ha afirmado (VALANCIENE y JEGELEVICIUTE, 2013, 41-42)²⁶ que es preciso aprobar un marco legal a nivel europeo que permita la financiación de proyectos que superen los 5 millones de euros. Estas restricciones son incoherentes con el espíritu de la eurozona que comparte una moneda única y permite el comercio transfronterizo. Por otra parte, si a una legislación restrictiva le sumamos la falta de incentivos fiscales, nos encontramos con un lento crecimiento del *Crowdfunding*, lo que entra en conflicto con el objetivo de Europa 2020 que recoge la necesidad de fomentar el espíritu empresarial y habla del *Crowdfunding* como un instrumento de interés al servicio de este objetivo²⁷.

Una regulación del *Crowdfunding* a nivel europeo aumentaría el número de inversores y la recaudación de fondos transfronteriza, donde confluirían numerosos inversores y empresas de nueva creación.

En este sentido, es esperanzador el acuerdo al que llegaban el 19 de diciembre de 2019 el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE sobre la redacción de un Reglamento Europeo de proveedores de servicios de *Crowdfunding* con el objeto de facilitar el acceso de las empresas de nueva creación a fuentes de financiación alternativa²⁸.

La propuesta legislativa establece una armonización normativa, que sustituirá a las nacionales y que otorga mayor protección y seguridad jurídica a los inversores. Con este objetivo los veintiocho han planteado una serie de reglas de autorización y supervisión para las autoridades nacionales competentes, que deberán ser de obligado cumplimiento en todos los países miembros, entre las que cabe destacar las que comentamos a continuación:

— La creación por parte de la AEVM²⁹ de un registro público y actualizado de todos los proveedores de servicios de *Crowdfunding* que operen en la Unión.

— La propuesta normativa afectaría a las campañas de *Crowdfunding* de hasta 5 millones de euros durante un periodo de 12 meses, aunque los estados miembros pueden establecer umbrales inferiores en su regulación³⁰.

— Distinción entre inversores sofisticados y no sofisticados a los que los estados miembros podrán imponer restricciones sobre la cantidad máxima a invertir en un proyecto³¹. Los inversores que tengan la experiencia, el conocimiento y la capacidad financiera necesaria serán considerados sofisticados y no estarán sujetos a tales límites.

— Mayor protección de los inversores no sofisticados mediante el establecimiento de un periodo de reflexión en el que un inversor de este tipo puede retractarse del compromiso de inversión aceptado sin penalización alguna.

— Obligación de los proveedores de servicios *Crowdfunding* de proporcionar a los posibles inversores una hoja con información clave sobre las inversiones. En esta hoja de información clave, debe advertir a los posibles inversores que el entorno de inversión en el que han entrado conlleva riesgos que no están cubiertos ni por el esquema de garantía de depósitos ni por el esquema de compensación para inversores.

Puesto que los propietarios del proyecto son quienes mejor conocen las características del mismo, deben ser ellos quienes redacten la hoja de información de inversión. Sin embargo, los prestadores del servicio deben asegurarse de que la hoja cumple con los requisitos mínimos establecidos y la información es clara y completa.

— Obligación de los estados miembros de designar un único punto de contacto para gestionar la comunicación con la AEVM y las autoridades competentes de toda la Unión, lo que permitiría una cooperación administrativa transfronteriza efectiva.

Como hemos visto en este apartado, una de las cuestiones que más preocupa a los legisladores es la prestación de garantías al inversor.

En este sentido, el *Crowdfunding* puede encontrar solución a este problema en la tecnología *Blockchain*³². Esta tecnología minimiza las posibilidades de engaño y de publicación de contenidos fraudulentos. La seguridad, la eficiencia y la asequibilidad de esta tecnología permite el registro de las operaciones llevadas a cabo mediante *Crowdfunding*, lo que mejora la reputación de la plataforma y da seguridad a los inversores.

El *Blockchain* tiene una capacidad inigualable para poner en contacto, de forma segura, a promotores e inversores minimizando la burocracia de los modelos tradicionales de organizaciones de certificación³³.

4. ESPECIAL REFERENCIA A LA REGULACIÓN ESPAÑOLA

En España las inversiones inmobiliarias mediante *Crowdfunding*, están reguladas por la Ley 5/2015 de 27 de abril de Fomento de Financiación

Empresarial, que establece una serie de medidas de protección a los inversores tanto profesionales como no profesionales.

La legislación española distingue entre inversores acreditados y no acreditados.

Los requisitos para ser considerado un Inversor Acreditado son los siguientes:

1. Tener unos ingresos anuales superiores a 50.000€ o un patrimonio financiero superior a 100.000€.
2. Solicitar ser considerado como inversor acreditado, renunciando a su tratamiento como inversor no acreditado. También tendrán la consideración de inversor acreditado las personas físicas o jurídicas que acrediten la contratación del servicio de asesoramiento financiero sobre los instrumentos de financiación de la plataforma por parte de una empresa de servicios de inversión autorizada.

Finalmente, los empresarios que reúnan al menos dos de las siguientes condiciones:

- Que el total de las partidas de su activo sea igual o superior a 1 millón de euros.
- El importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 2 millones de euros.
- Que sus recursos propios sean iguales o superiores a 300.000 euros.

Por otra parte la Ley establece una serie de límites a los inversores no acreditados para poder invertir. De modo que un inversor no acreditado no puede invertir en España más de 3000€ por proyecto, y no más de 10.000€ en un periodo de doce meses. Estos límites a la inversión en proyectos de *Crowdfunding* nos parecen cuando menos excesivos, si pensamos que en el régimen de aplicación a las inversiones bursátiles la Ley no impone en principio limitación alguna al volumen invertido en estos productos, que pueden entrañar más riesgos y ser más volátiles.

La Ley trata a estos inversores como si fuesen consumidores y en el momento que participan en un proyecto de *Equity Crowdfunding* pasan a ser accionistas de una empresa. De hecho la propia Ley 5/2015 establece que este tipo de inversión no está garantizada con los fondos de garantía, por lo que carece de sentido que pretendamos otorgar mayores garantías a algo que no está garantizado.

En cuanto al proyecto, la Ley no permite que se puedan conseguir más de dos o cinco millones de euros, dependiendo de si invierten inversores acreditados o no acreditados.

Estos límites, que tienen su justificación en la protección a los inversores y en la responsabilidad de la CNMV o del Banco de España, son el mayor obstáculo para sacar adelante determinados proyectos de *Crowdfunding* en España. Esta normativa puede llevar a los inversores a buscar otros países para invertir en los que la legislación sea más flexible o más interesante desde el punto de vista fiscal.

Durante la tramitación de la norma en España, agentes del sector pusieron de manifiesto su disconformidad con los límites de recaudación, lo que impediría construir grandes edificios y rascacielos mediante este sistema de financiación.

IV. LA POLÍTICA FISCAL COMO HERRAMIENTA DE APOYO A LAS FINTECH Y EN CONCRETO AL CROWDFUNDING

Los incentivos fiscales pueden definirse como disposiciones especialmente diseñadas por los gobiernos para proporcionar un tratamiento fiscal más favorable a ciertas actividades, proyectos de inversión o contribuyentes, en comparación con las disposiciones de aplicación general.

Estas disposiciones especiales pueden tomar formas diversas, siendo las deducciones y la compensación de pérdidas algunas de las más comunes en los países desarrollados. Sin embargo, los esquemas de estímulo fiscal para un determinado negocio jurídico varían considerablemente de un país a otro.

Los incentivos fiscales pueden aplicarse en diferentes etapas del ciclo de vida de la inversión. En este sentido podemos distinguir:

1. Incentivos fiscales por adelantado para el inversor sobre la cuantía total invertida.
2. Incentivos fiscales sobre los ingresos recibidos y el rendimiento de la inversión (dividendos) y tratamiento de las pérdidas³⁴.
3. Incentivos fiscales en la venta o enajenación de los activos adquiridos (ganancias de capital, impuestos sobre sucesiones o donaciones).

De la seguridad jurídica que se otorgue a todas las partes intervenientes en el negocio y de los incentivos fiscales diseñados por los poderes públicos dependerá el éxito de estos nuevos sistemas de financiación alternativos³⁵.

Sin embargo, (MARTÍNEZ MUÑOZ, 2015, 74)³⁶, lo cierto es que la normativa tributaria española no ha integrado todavía la existencia del *Crowdfunding* como nueva forma de financiación, ni la necesidad de incen-

tivarla o protegerla a través de la introducción de beneficios fiscales, como sí han hecho otros países de la UE.

El *Crowdlending* es, junto a la modalidad de *Equity-Crowdfunding*, las dos formas de *Crowdfunding* compatibles con la financiación de proyectos inmobiliarios.

A continuación se detalla la fiscalidad que en España tienen las operaciones de *Crowdlending* y de *Equity Crowdfunding*, tanto para el promotor como para el inversor.

1. FISCALIDAD DEL CROWDLENDING

A) Tributación del prestatario/promotor persona física

Las cantidades entregadas al prestatario por los inversores no constituyen obtención de renta a efectos del IRPF, puesto que el promotor debe devolver dichas cantidades más los intereses³⁷. De modo que no deberán ser integradas en la base imponible del impuesto.

Lo que sí debe hacer el promotor que opere en territorio español es practicar las correspondientes retenciones sobre los intereses pagados al prestamista (actualmente del 19%).

B) Prestatario/promotor persona jurídica

Las implicaciones fiscales para la empresa que obtiene financiación a través de *Crowdlending* son similares a las que se derivan de la solicitud de un préstamo bancario. La diferencia es que en el caso del *Crowdlending* nos encontramos con una pluralidad de prestamistas. Los intereses a pagar por esos préstamos serán deducibles en el Impuesto de Sociedades como gastos financieros.

C) Tributación del prestamista/inversor

La tributación variará, dependiendo de si es una persona física o una persona jurídica.

En todo caso, las retribuciones recibidas se consideran ingresos financieros y deben ser declarados en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), si hablamos de personas físicas, o en el Impuesto sobre Sociedades (IS), si hablamos de personas jurídicas.

a) Prestamista/inversor persona física

Cuando el prestamista es persona física los rendimientos derivados de la cesión de capitales a terceros, como ocurre en el *Crowdlending*, tributan en el IRPF como rendimientos del capital mobiliario.

Estos rendimientos se integran en la llamada base del ahorro y tributan al 19%, el 21% o el 23%³⁸.

Por otra parte, los beneficios derivados de la cesión de capital están sujetos a retención, actualmente del 19%, por parte del prestatario.

b) Prestamista/Inversor persona jurídica

Las rentas derivadas de la cesión de capitales a terceros tributarán en el IS al tipo general del 25%; o al 15% durante los dos primeros años en el caso de empresas de reciente creación.

Sin embargo, cuando el prestamista reside fuera de España, en otro Estado de la Unión, no deberá declarar los ingresos en el Impuesto sobre la Renta de no Residentes (IRNR)³⁹. Además, en este caso desaparece la obligación del promotor de practicar retenciones sobre dichos ingresos, puesto que al ser pagadas a no residentes están exentas de retención.

Por último, en cuanto a las comisiones pagadas por los prestamistas a las Plataformas, se considerarán gasto deducible, puesto que es un gasto necesario para la obtención de los ingresos.

2. FISCALIDAD DEL *EQUITY CROWDFUNDING*

A) *Tributación para el promotor persona jurídica*⁴⁰

Al igual que ocurre en el *Crowdlending*, la recepción de cantidades destinadas a la financiación de un proyecto tiene la consideración de aportación de capital y por tanto no se integra en la base imponible del IS como rendimiento.

Por otra parte, las cantidades satisfechas a los inversores, derivadas del reparto de beneficios asociado a la participación en la empresa, son consideradas como gasto deducible para el promotor. Dichas cantidades constituyen un gasto registrable contablemente y el Impuesto sobre Sociedades parte de dicho resultado contable para llegar a la base imponible.

El promotor deberá practicar el 19% de retención sobre los beneficios que entregue al inversor partícipe.

Por último, cabe recordar que los promotores también pueden disfrutar de las deducciones que el Impuesto sobre Sociedades tiene previstas y que guardan relación directa con el *Equity Crowdfunding*.

Por su parte; la empresa emisora tributará por el valor de las acciones emitidas en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (ITP y AJD).

B) Tributación de los inversores

La mera posesión de acciones no conlleva el pago de ningún tributo. Sin embargo, el sujeto pasivo deberá tributar por los rendimientos derivados de las mismas, ya sean dividendos o ganancia patrimonial puesta de manifiesto por la transmisión de las acciones.

No obstante, las aportaciones están limitadas por la Ley 5/2015, que establece el límite de 3000 euros en un mismo proyecto para los inversores no acreditados, y de 10.000 euros para los distintos proyectos publicados por una misma plataforma en un plazo de 12 meses.

a') Inversor persona física

En el caso de personas físicas los dividendos tributarán en el IRPF como rendimientos del capital mobiliario. Sin embargo, no parece que puedan deducirse como gastos las comisiones cobradas por la plataforma, puesto que la Ley del Impuesto sobre la Renta en su artículo 26.1 no habla de los gastos derivados de las plataformas de financiación colectiva. Esto es claramente un desincentivo a invertir a través de este tipo de plataformas protegiendo las fórmulas de inversión a través de los cauces tradicionales.

No obstante, sí se contempla una deducción en el IRPF del 30% de las cantidades invertidas en empresas de reciente creación, siendo la base máxima para la aplicación de dicha deducción de 60.000 euros al año⁴¹.

La ganancia o pérdida patrimonial puesta de manifiesto por la venta de las acciones tributará en el IRPF, en la base del ahorro. Sin embargo, la ganancia patrimonial derivada de la transmisión puede quedar exenta de tributación si, en el plazo de un año, se reinvierte en otra empresa de nueva creación que cumpla los requisitos establecidos normativamente para que la deducción sea posible⁴².

b') Inversor persona jurídica

Las personas jurídicas incluirán en la cuenta de resultados los rendimientos derivados de la tenencia de las acciones y tributarán por ellos en el IS.

Cuando los ingresos sean obtenidos por una entidad no residente en territorio español habrá que estar a lo recogido en los distintos convenios bilaterales para evitar la doble imposición, así como a lo previsto en la Ley del IRNR. De hecho esta Ley declara exentos los rendimientos derivados de la cesión a terceros de capitales propios, por lo que los inversores de esta modalidad de *Crowdfunding* no quedarán gravados por este impuesto.

Si el inversor decide vender las acciones la ganancia o pérdida se integrará en la base imponible del IS.

3. INCENTIVOS FISCALES ESPECIALMENTE PENSADOS PARA EL *CROWDFUNDING* EN ESPAÑA

Como se desprende de los apartados anteriores, nuestro sistema tributario no ha previsto incentivos especiales a la inversión a través de *Crowdfunding*. No obstante, la Ley del Impuesto sobre la Renta contempla la posibilidad de que los contribuyentes puedan deducirse el 30 por ciento de las cantidades satisfechas en el período por la suscripción de acciones o participaciones en empresas de nueva o reciente creación. La base máxima de esta deducción será de 60.000 euros anuales y estará formada por el valor de adquisición de las acciones o participaciones suscritas⁴³. Se trata de un estímulo fiscal para quienes inviertan en estas empresas, que no tienen por qué estar captando a sus inversores a través de una plataforma de *Crowdfunding*. Luego es un incentivo fiscal que no está pensado expresamente para la captación de financiación a través de plataformas P2P y del que se puede beneficiar cualquier tipo de inversor, siempre que la inversión cumpla con los requisitos previstos por la Ley. Asimismo, se prevé la exención de las posibles ganancias patrimoniales derivadas de la venta de dichas acciones, siempre que dicha ganancia se reinvierta en otra empresa de nueva creación que cumpla con los requisitos establecidos normativamente.

Como ocurre con el resto de pérdidas patrimoniales, en caso de que la empresa fracase el inversor podrá compensar las pérdidas con las ganancias patrimoniales de los cuatro ejercicios siguientes.

En el siguiente cuadro vemos cómo algunas comunidades autónomas han previsto deducciones similares a la contemplada en la Ley del Impuesto sobre la Renta a nivel estatal, pero tampoco las CC.AA. hacen referencia a las plataformas P2P.

**DEDUCCIONES AUTONÓMICAS POR ADQUISICIÓN DE ACCIONES
O APORTACIONES A EMPRESAS DE NUEVA CREACIÓN**

COMUNIDAD AUTÓNOMA	DEDUCCIÓN EN EL IRPF DE CANTIDADES INVERTIDAS	DEDUCCIÓN MÁXIMA POR EJERCICIO
Andalucía	No	
Aragón	20% de las cantidades invertidas ⁴⁴	4000€
Asturias	No	
Baleares	30% de las cantidades invertidas	6000€ por contribuyente
Canarias	No	
Cantabria	15% de las cantidades invertidas	1000€
Castilla La Mancha	No	
Castilla León	20% de las cantidades invertidas	10.000€
Cataluña	30% de las cantidades invertidas	6000€ por contribuyente
Extremadura	20% de las cantidades invertidas	4000€
Galicia	20% de las cantidades invertidas ⁴⁵	4000€
Madrid	30% de las cantidades invertidas ⁴⁶	6000€
Murcia	20% de las cantidades invertidas	4000€
La Rioja	No	
Comunidad Valenciana	No	

Fuente: Normativa fiscal autonómica. Comunidades Autónomas de régimen común. https://www.agenciatributaria.es/AEAT.fisterritorial/Inicio/_menu_/Fiscalidad_Autonómica/Regimen_Comun/Normativa/Normativa_tributaria_por_CC_AA/Normativa_tributaria_por_CC_AA_.html

4. TRATAMIENTO FISCAL DEL CROWDLENDING Y DEL EQUITY CROWDFUNDING EN: REINO UNIDO, FRANCIA, ITALIA Y BÉLGICA

En respuesta a la creciente importancia del *Crowdfunding* en las finanzas empresariales, los responsables políticos europeos han introducido incentivos fiscales al mismo tratando de compensar a los inversores frente a las escasas garantías y protección que ofrecen las leyes a este tipo de inversiones⁴⁷.

En este apartado hemos analizado los incentivos fiscales para las modalidades de *Crowdlending* y de *Equity Crowdfunding*, que son las dos más utilizadas en la financiación inmobiliaria, de cuatro países de nuestro entor-

no más cercano; Reino Unido, Francia, Italia y Bélgica⁴⁸. Se ha centrado el análisis en estos países por ser cuatro de los países de la Unión en que este sistema alternativo de financiación está teniendo mayor desarrollo⁴⁹. Por otra parte, estos cuatro países han aprobado incentivos fiscales específicos para estas modalidades de *Crowdfunding*.

A) Reino Unido

El Reino Unido tiene el mercado de *Crowdfunding* más desarrollado en términos de número y tamaño⁵⁰. Una regulación ágil y sencilla combinada con una política de incentivos fiscales son la clave del éxito de este sistema de financiación alternativo en Reino Unido⁵¹.

Encontramos en Reino Unido algunos esquemas de desgravación fiscal interesantes. Los Poderes Públicos apoyan el *Crowdfunding* de capital y de préstamo fundamentalmente a través de tres esquemas de incentivos fiscales. Dos de estos esquemas están dirigidos a inversiones de capital (EIS y SEIS⁵²); el otro ha sido diseñado para el *Crowdfunding* basado en préstamos (IFISA).

El *Crowdfunding* a través de acciones ofrece a empresas e inversores la posibilidad de acogerse al Esquema de Inversión Empresarial (EIS) y al Esquema de Inversión Empresarial de Semillas (SEIS), siempre que la empresa en la que han invertido cumpla los requisitos previstos por la norma durante al menos tres años después de haberse realizado la inversión. De lo contrario, las desgravaciones fiscales deberán ser devueltas por los inversores.

Para el programa EIS están previstas las siguientes desgravaciones fiscales:

- Una deducción en el IRPF del 30% de las cantidades invertidas.
- Una exención del 50% de las ganancias de capital cuando esta se reinvierta en otra empresa que cumpla los requisitos del programa EIS; y la compensación de deudas.

Los incentivos fiscales son mayores para el programa de inversión en empresas semilla (SEIS). En este caso se prevé una deducción del 50% de las cuantías invertidas, siendo la base máxima de deducción de 100.000 libras. Están exentas de tributar las ganancias patrimoniales por la venta de las acciones, siempre que estas se hayan mantenido durante tres años. Por último, si la empresa fracasa, está prevista la deducción del 80% de las cantidades invertidas.

Por otra parte la modalidad de *Crowdlending* también brinda a los prestamistas la oportunidad de obtener desgravaciones fiscales a través del Plan

de Finanzas Innovadoras (IFISA) que tiene su origen en las Cuentas de Ahorro Individual (ISA).

En abril de 1999, el Gobierno del Reino Unido introdujo las Cuentas de Ahorro Individual (ISA) para promover una mayor propensión al ahorro por parte de las familias de bajos y medianos ingresos. Se trata de cuentas de ahorro exentas de impuestos que permiten a los residentes mayores de 18 años invertir en acciones o seguros de vida, con un límite de 20.000 libras al año. Los rendimientos obtenidos por estas inversiones están libres de impuestos.

En abril de 2016, el gobierno introdujo el programa IFISA de Finanzas Innovadoras, que permite a los residentes del Reino Unido utilizar algunas (o todas) de sus Cuentas de Ahorro Individual (ISA) para prestar dinero a través de plataformas P2P, reguladas y aprobadas por la Autoridad Financiera (FCA). Los productos de préstamo elegibles para el IFISA incluyen préstamos personales, préstamos para pequeñas empresas y préstamos inmobiliarios.

Los IFISA también cuentan con una exención de impuestos para sus intereses y ganancias de capital con el límite de 20.000 libras anuales. Asimismo, los prestamistas pueden compensar las pérdidas por los préstamos impagados con los intereses que reciben de otros préstamos P2P.

B) Francia

Desde su nacimiento en 2007 el mercado de *Crowdfunding* en Francia ha experimentado un crecimiento constante. La ordenanza núm. 2014-559 de 30 de mayo de 2014 constituye el marco legal aplicable a este tipo de inversiones. Asimismo, se han aprobado normas específicas para las plataformas de *Crowdlending* y de *Equity Crowdfunding*⁵³.

En Francia las plataformas de intermediación deben estar registradas en el Registro Único de Intermediarios Bancarios, Financieros y de Seguros (Registre Unique des Intermédiaires en Assurance, Banque et Finance) y suscribir una póliza de seguro de responsabilidad profesional.

Reconociendo la importancia del *Crowdfunding*, Francia apoya la financiación de las empresas francesas otorgando beneficios fiscales a quienes realicen inversiones en el apoyo a PYMES. En este sentido, los residentes pueden optar a las siguientes desgravaciones fiscales:

1. La llamada reducción de impuestos «Madelin»: todos los que estén sujetos al Impuesto sobre la Renta en Francia (Impôt sur le revenu) pueden deducir el 25% de las cuantías invertidas en el capital de PYMES

francesas y europeas no cotizadas con una base máxima de deducción de 50.000€ y, por tanto, una reducción máxima de impuestos de 12.500€ por persona⁵⁴. Las acciones deben mantenerse durante un mínimo de cinco años.

Las inversiones que excedan el límite anual permitido tendrán derecho a recibir la reducción de impuestos en los cuatro años siguientes.

Por otra parte, dependiendo del periodo de tenencia de las acciones, está prevista una reducción de impuestos sobre la ganancia de capital que resulte de la venta de estos valores. Para un período de tenencia de uno a cuatro años está previsto hasta un 50% de reducción, un 65% para periodos de cuatro a ocho años y un 85% si es superior a ocho años.

2. Plan de ahorro de acciones (PEA-PME).

El PEA es un programa que permite que las personas físicas que compran acciones de pequeñas y medianas empresas francesas y europeas puedan beneficiarse de una exención fiscal sobre dividendos y ganancias de capital siempre que se mantenga la propiedad de los valores durante un periodo de tiempo mínimo de cinco años. La aportación máxima con derecho al beneficio fiscal es de 150.000 euros. Sin embargo la reducción en el impuesto sobre las ganancias de capital dependerá del tiempo que haya transcurrido desde la adquisición hasta la enajenación de las acciones. Así, si esta se produce antes de cinco años, el tipo de gravamen del impuesto será del 22,5%, pasará a ser del 19% si el periodo de tenencia es de entre cinco y ocho años y del 0% si se han mantenido durante más de ocho años. En estos casos las ganancias deberán reinvertirse en otra empresa que cumpla los requisitos del PEA⁵⁵.

La exención será del 88% en el Impuesto de Sociedades de las ganancias de capital obtenidas por personas jurídicas en la venta de los activos mantenidos durante más de dos años.

Para promover el desarrollo del *Crowdfunding* basado en préstamos, la regulación francesa ha previsto un sistema de compensación de pérdidas. El artículo 25 de la Ley 2015-1786, de 29 de diciembre, permite, a quienes han realizado préstamos a través de plataformas de *Crowdfunding* con anterioridad al 1 de enero de 2016, compensar las pérdidas derivadas del impago de esos préstamos con los intereses generados por otros préstamos otorgados durante el mismo año o en los cinco años posteriores.

C) Italia

Italia fue el primer país de Europa en regular el *Equity Crowdfunding* mediante la Ley 221 de 17 de Diciembre de 2012. Sin embargo, esta regulación

llena de restricciones puede ser la razón de que el mercado de *Crowdfunding* italiano haya tardado en despegar más que otros mercados europeos.

En los últimos años, una modificación legislativa ha transformado el panorama en Italia y en las iniciativas de carácter inmobiliario el peso de la financiación a través del *Crowdfunding* está llegando al 22% del proyecto, compitiendo con otros sistemas de financiación⁵⁶.

En los últimos años Italia ha tratado de flexibilizar la regulación para impulsar el mercado introduciendo en 2018 ventajas fiscales para quienes realicen inversiones en empresas de nueva creación a través de plataformas de financiación colectiva. Desde ese momento las personas físicas pueden beneficiarse de una deducción fiscal en el Impuesto sobre la Renta (IRPEF-Imposta sul reddito delle persone fisiche) del 30% del importe invertido con una base máxima de un millón de euros anuales. Asimismo, las personas jurídicas pueden obtener un crédito fiscal sobre el Impuesto de Sociedades (IRES-Imposta sul reddito delle società) del 30% del importe invertido con una base máxima de 1,8 millones de euros al año.

Asimismo, quedan libres de tributación las ganancias procedentes de los préstamos otorgados a través de plataformas P2P.

La Ley núm. 205 del 27 de diciembre de 2017 (Ley de Presupuestos de 2018) regula los préstamos P2P al incluir los ingresos de préstamos otorgados a través de plataformas de préstamos P2P dentro de los ingresos de capital. Establece, asimismo, que dichas plataformas deben ser administradas por instituciones de pago o por empresas autorizadas por el Banco de Italia, cumpliendo con lo establecido por el Artículo 106 de la Ley Consolidada de Banca (TUB-Testo Unico Bancario).

Por otra parte, los ingresos de los préstamos P2P realizados por prestamistas no profesionales estarán sujetos a una retención del 26% que será practicada por las plataformas autorizadas.

Por último, dicha Ley de Presupuestos establece que los préstamos entre pares, realizados a través de plataformas de *Crowdfunding*, quedan incluidos dentro de las inversiones elegibles para Planes de Ahorros a Largo Plazo Individuales (PIR). Así, al igual que los IFISA del Reino Unido, los PIR italianos reciben intereses libres de impuestos por este tipo de inversiones.

D) Bélgica

El *Crowdfunding* no fue regulado en Bélgica hasta la Ley de 18 de diciembre de 2016. Al igual que ocurre en España, esta Ley deja fuera al *Crowdfunding* de donaciones y recompensas. Asimismo, establece que las plataformas de *Crowdfunding*:

- Deben estar autorizadas por la Autoridad de Mercados y Servicios Financieros (FSMA) para poder operar.
- No pueden recibir ni guardar dinero en efectivo en una cuenta.

En lo que a incentivos fiscales se refiere Bélgica ofrece estímulos interesantes para las personas que invierten en *startups* belgas (PYME o microempresas) a través de plataformas de *Crowdfunding* reconocidas por la Autoridad de Mercados y Servicios Financieros (FSMA)⁵⁷.

Así, todas las personas físicas sujetas al Impuesto sobre la Renta, incluidas las no residentes, pueden beneficiarse de:

1. Una reducción del 30% de la suma invertida en las PYME que tienen menos de 250 empleados, una facturación máxima de 50 millones de euros y un valor total del balance no superior a 43 millones de euros.
2. Una reducción del 45% cuando dicha inversión sea en microempresas con menos de 10 empleados y un valor máximo de ingresos y balance total que no supere los 2 millones de euros.

La base máxima de deducción es de 100.000€ al año en todos los casos, no pudiendo superar la deducción los 30.000€ o los 45.000€.

Para poder disfrutar de estas deducciones los inversores deben mantener las acciones en las que han invertido un mínimo de cuatro años.

CUADRO RESUMEN DE LOS PRINCIPALES INCENTIVOS FISCALES AL CROWDFUNDING EN CADA PAÍS

PAÍS	MODALIDAD DE CROWDFUNDING	INCENTIVO FISCAL
Reino Unido	<i>Equity Crowdfunding</i>	<p><i>Esquema de Inversión Empresarial (EIS)</i></p> <p>Deducción del 30% de la cantidad invertida en el Impuesto sobre la Renta, siempre que se mantenga la posesión de las acciones durante tres años.</p> <ul style="list-style-type: none"> — Posible exención en el Impuesto sobre las ganancias de capital y en el impuesto de sucesiones⁵⁸. — Exención de hasta el 50% en el impuesto sobre las ganancias de capital, si dicha ganancia se reinvierte en otra compañía que cumpla los requisitos para el EIS. — Compensación fiscal por pérdidas. <p><i>Plan de Inversión en Empresas Semilla (SEIS)</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — Reducción en el Impuesto sobre la Renta del 50% de las cantidades invertidas, con un límite máximo anual de 100.000 libras. — Exención de hasta el 50% en la tributación de las ganancias patrimoniales, con un máximo de 50.000 libras, siempre que dichas ganancias sean reinvertidas en el mismo año en otras compañías que cumplen los mismos requisitos que las empresas del EIS. — Reducción en el Impuesto sobre la Renta de hasta el 80% de las cantidades invertidas si la empresa fracasa. — Exención, en todo caso, de tributar por las ganancias patrimoniales puestas de manifiesto al disipar de las acciones, si éstas se mantienen durante tres años.
	<i>Lending Crowdfunding</i>	<p><i>Esquema de Finanzas Innovadoras ISAI/IFISA</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — Las rentas derivadas de las cantidades invertidas en <i>Crowdfunding</i> de préstamos a través de plataformas reguladas por FCA y aprobadas (IFISA), estarán libres de impuestos con un límite de 20.000 libras. — Cuando se obtienen pérdidas está prevista la compensación de rentas con otras ganancias derivadas de otros préstamos realizados a través de plataformas P2P.

PAÍS	MODALIDAD DE CROWDFUNDING	INCENTIVO FISCAL
Francia	<i>Equity Crowdfunding</i>	<p><i>Reducciones fiscales de la Ley Madelin</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — Dedución en el Impuesto sobre la Renta del 25% de las cantidades invertidas en el capital de una PYME europea no cotizada. <p><i>Plan de ahorro de acciones para pymes (PEA-PME)</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — Exención de impuestos sobre los dividendos y ganancias de capital derivadas de la inversión en empresas francesas y europeas por un importe máximo de 150.000 euros por contribuyente y siempre que las acciones se mantengan un periodo mínimo de cinco años. — Exención del 188% en el Impuesto sobre Sociedades de las ganancias de capital recibidas por personas jurídicas, en el caso de venta de los activos mantenidos durante más de dos años.
	<i>Lending Crowdfunding</i>	<ul style="list-style-type: none"> — Compensación de pérdidas de capital en préstamos no reembolsados con los intereses generados por otros préstamos otorgados durante el mismo año o en los siguientes cinco años.
	<i>Equity Crowdfunding</i>	<ul style="list-style-type: none"> — Dedución en el Impuesto sobre la Renta del 30% de las cantidades invertidas.
Italia	<i>Lending Crowdfunding</i>	<ul style="list-style-type: none"> — Quedan exentas de tributación las ganancias derivadas de los préstamos otorgados a través de plataformas P2P.
	<i>Equity Crowdfunding</i>	<ul style="list-style-type: none"> — Reducción en el Impuesto sobre la Renta del 30% de la cuantía invertida en PYMES. Esta reducción será del 45% cuando la inversión esté destinada a la financiación de microempresas.
Bélgica	<i>Lending Crowdfunding</i>	<ul style="list-style-type: none"> — Reducción de entre el 30% y el 45% en el Impuesto sobre la Renta, de las cantidades invertidas en la financiación de PYMES y Microempresas. — Exención de impuestos sobre intereses derivados de los préstamos a empresas de nueva creación a través de plataformas reguladas de financiación colectiva.
España	<i>Equity Crowdfunding</i>	<ul style="list-style-type: none"> — Dedución del 30 por ciento de las cantidades satisfechas en el período por la suscripción de acciones o participaciones en empresas de nueva o reciente creación. La base máxima de esta deducción será de 100.000 euros anuales. No hace falta que la inversión se realice a través de plataforma P2P. — Exención de las posibles ganancias patrimoniales derivadas de la venta de las acciones, siempre que sean reinvertidas en otra empresa de nueva creación que cumpla con los requisitos establecidos normativamente.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos obtenidos de las páginas web de las Agencias Tributarias de los distintos países.

Como hemos podido comprobar en este apartado, varios Estados miembros han introducido incentivos fiscales para fomentar la inversión a través del *Crowdfunding* y proporcionar a los inversores estímulos que compensen los riesgos asociados a este tipo de inversión⁵⁹. A diferencia de España que no ha introducido incentivos fiscales al *Crowdfunding*, otros países como Reino Unido, Francia y Bélgica han implementado nuevos esquemas a medida para la inversión a través de plataformas P2P⁶⁰.

Incentivos fiscales, como los esquemas EIS y SEIS aprobados por Reino Unido, aumentan la probabilidad de las empresas de obtener capital adicional, especialmente de un inversor calificado⁶¹. Estos esquemas proporcionan un crédito tributario inicial del 30% y 50% de las inversiones, respectivamente, y una compensación de pérdidas de capital derivadas de la inversión. Además, el esquema SEIS proporciona una exención de impuestos sobre las ganancias de capital derivadas de la venta de las acciones. Estas medidas hacen que en este país el *Crowdfunding* sea una alternativa real y un complemento de financiación perfecto para muchos proyectos⁶².

Por otra parte, el éxito del *Crowdfunding* en Reino Unido se debe tanto a los estímulos fiscales previstos por el Gobierno como a la exigencia de seriedad y transparencia que se imponen las plataformas a sí mismas.

V. CONCLUSIONES

I. Para el sector inmobiliario es muy importante que los poderes públicos adopten medidas como las analizadas en el apartado II de este artículo, que proporcionen acceso al crédito de los demandantes de vivienda, lo que protege al mismo tiempo la supervivencia del sector y el acceso a la vivienda de los ciudadanos.

Sin embargo, los poderes gubernamentales deben introducir medidas que faciliten el flujo del crédito a las empresas promotoras y constructoras.

II. La crisis financiera de 2007-2009 afectó severamente a las PYME europeas que se vieron abocadas a acudir a sistemas de financiación alternativos como el *Crowdfunding*. Con la nueva crisis económica generada por el COVID-19 el apoyo gubernamental a las fuentes de financiación alternativa va a jugar un papel importante en el desarrollo de nuevas empresas y proyectos reduciendo su dependencia respecto de las entidades bancarias.

El sector de la construcción todavía está recuperándose de la anterior crisis financiera; y ahora la crisis provocada por el COVID-19 todavía va a dificultar más el acceso al crédito de muchos proyectos inmobiliarios que pueden encontrar un instrumento adicional de financiación en el *Crowdfunding*.

Este sistema alternativo de financiación se está convirtiendo en la clave de las *fintech* y otorga a los desarrolladores de proyectos inmobiliarios un acceso

más barato y rápido al capital. Los promotores pueden ver cada vez más interés en este tipo de crédito que les permite, al mismo tiempo, una captación rápida de capital poniéndose en contacto con una gran cantidad de inversores y posibles clientes, además de aumentar su visibilidad ante los medios.

El *Crowdfunding* puede resultar una solución eficaz de financiación para proyectos inmobiliarios en los que se quiere modernizar o actualizar un activo, incluidos los activos inmobiliarios pertenecientes a la Administración Pública. Estos proyectos se financian con deuda bancaria y capital de los accionistas, pero el uso del *Crowdfunding* como sistema complementario de financiación puede llegar a ser cada vez mayor. Los inversores obtienen sus rendimientos cuando el activo renovado se coloca en el mercado para su venta o alquiler.

Este sistema de financiación ofrece una forma de generar ganancias sin la carga de la propiedad directa y sin el impacto de la volatilidad de las acciones. Además, como hemos podido comprobar en este trabajo, las ventajas fiscales introducidas por algunos países lo convierten en una opción rentable de inversión.

III. El apoyo de los poderes públicos a esta nueva forma de financiación, mediante la introducción de incentivos fiscales que lo hagan atractivo para los inversores, es clave para su desarrollo e implantación.

Los poderes públicos tienen que calibrar sus políticas fiscales en función de las características específicas de los potenciales inversores y empresas, que podrían aprovechar las ventajas de tales incentivos, como ha hecho Reino Unido (donde el *Crowdfunding* inmobiliario ya es un complemento real a la financiación inmobiliaria). La introducción de incentivos fiscales específicos y adecuadamente diseñados puede ayudar a corregir algunas imperfecciones o distorsiones del mercado, como el riesgo y la falta de garantías existente, hoy por hoy, en este tipo de inversiones.

IV. El *Crowdfunding* tiene el potencial de complementar las formas tradicionales de financiación. Que esto ocurra o no, depende de la regulación elegida, de los límites impuestos a los diferentes actores y de las garantías a los inversores que, se encuentran asumiendo en ocasiones un gran riesgo.

No obstante, como apuntábamos en este trabajo, esto podría tener solución con la tecnología *blockchain*. Nos encontramos con una herramienta que brinda una gran esperanza para un resurgimiento del *Crowdfunding* en todo el mundo. Esta tecnología introduce una innovación revolucionaria y disruptiva dirigida a la reducción de la burocracia y la regulación sin comprometer las disposiciones legales sobre la conducta empresarial. La tecnología *blockchain* proporciona un libro público que mejora la transparencia y elimina la asimetría de la información en su totalidad, satisfaciendo así las necesidades de cada parte interesada como prueba de autenticidad.

BIBLIOGRAFÍA

AGRAWAL, A., CATALINI, C., GOLDFARB, A. (2014). Some simple economics of Crowdfunding, *Innovation Policy and the Economy*, núm. 14, 63-97.

ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S. (2015). La financiación participativa en la Ley 5/2015 de 27 de abril. Regulación del *Crowdfunding* y del *Crowdlending*, *El Notario del Siglo XXI*, núm. 61, 50-53.

BEST, J., SHERWOOD, N., JONES, D. (2011). *How CrowdFund Investing Helps Solve Three Pressing Socioeconomic Challenges*, CrowdFund Capital Advisors, 3-10.

BELLEFLAMME, P., OMRANI, N., PEITZ, M. (2016). The economics of Crowdfunding platforms, *Journal of Economic Literature*, 1-58.

BOYNS, N., COX, M., SPIRES, R., y HUGHES, A. (2003). *Research into the enterprise investment scheme and venture capital trusts*. Report prepared for Inland Revenue. (London: HM Inland Revenue).

BROWN, J. D., EARLE, J. S. (2017). Finance and growth at the firm level: evidence from SBA loans. *The Journal of Finance*, núm. 72, 1039-1080.

CICCHIELLO, A.F., BATTAGLIA, F., MONFERRÀ, S. (2019). Crowdfunding tax incentives in Europe: A comparative analysis, *The European Journal of Finance*, 31-33.

COAKLEY, J., LAZOS, A., LINARES-ZEGARRA, J.M. (2018). Follow-On Equity Crowdfunding, *SSRN Electronic Journal*.

CROSBY, M., NACHIAPPAN, PATTANAYAK, P., VERMA, S., KALYANARAMAN, V. (2015). BlockChain Technology: Beyond Bitcoin. *Berkeley: Sutardja Center for Entrepreneurship & Technology*, núm. 2.

DE BUYSERE, K., GAJDA, O., KLEVERLAAN, R., MAROM, D. (2012). *A Framework For European Crowdfunding*, Document, European Crowdfunding Network, 28-32.

ESTRIN, S., GOZMAN, D., KHAVUL, S. (2016). *Case study of the equity Crowdfunding landscape in London: an entrepreneurial and regulatory perspective*. FIRES Case Study, núm. 5.

EUROPEAN COMMISSION. (2013). *Entrepreneurship 2020 Action Plan: Reigniting the Entrepreneurial Spirit in Europe*. Brussels: European Commission.

FLORANGE, A. T., BLAIR, D., BELTRAN, J., NAGEL, T., PIATTELLI, U., QUINTAVALLA, L. (2013). Regulation of Crowdfunding in Germany, the UK, Spain and Italy and the Impact of the European Single Market, European Crowdfunding Network AISBL.

GONZÁLEZ ROMERO, A. y RAMOS, J. (ICEI). *Financiación participativa en España 2018*, Informe Anual. Universidad Complutense de Madrid & UDELAR-Montevideo, (2018).

GORDON, R. (2018). How should taxes be designed to encourage entrepreneurship. *Journal of Public Economics*, núm. 166, 1-11.

HAZEN, T. (2012). Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws - Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned on Meaningful Disclosure. *N.C. L. Rev*, núm. 90, 1735-1769.

HENDON, J. R., BELL J. R., BLAIR, B., MARTÍN, D. K. (2012). State-funded angel investor tax credits: Implementation and perceived effectiveness in a sample

of states within the United States. *Journal of Entrepreneurship and Public Policy*, núm. 1, 50 -62.

KEUSCHNIGG, C. y NIELSEN, S.B. (2004). Taxation and Venture Capital Backed Entrepreneurship. *International Tax and Public Finance*, núm. 11, 369-390.

MARTÍNEZ ÁLVAREZ, J.A. y GARCÍA MARTOS, D. (2014). *Auge y crisis del sector inmobiliario reciente: interrelación con la política económica*, DOC. n.º 5/2014, Instituto de Estudios Fiscales.

MARTÍNEZ MUÑOZ, Y. (2015). El tratamiento fiscal del *Crowdfunding*, *Quincena Fiscal*, núm. 14, 59-86.

MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE (2016). *Il Leasing immobiliare abitativo*, Anton, Roma, 1-39.

MOLLICK, E. (2014). The dynamics of Crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, núm. 29, 1-16.

MORENO SERRANO, E. (2017). La incidencia del Crowdfunding inmobiliario en el desarrollo de las formas alternativas de financiación colectiva, *Revista Española de Capital Riesgo*, núm. 5, 119-143.

OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP & FINANCE (2019). *4.º Report italiano sul CrowdInvesting*, Politecnico Milano 1863, School of Management, 55-58.

RALCHEVA, A., y ROOSENBOOM, P. (2016). On the road to success in equity Crowdfunding. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2727742> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2727742>, 1-23.

RAMOS PRIETO, J. (2010). La difícil adaptación de las reglas tradicionales de la fiscalidad internacional al comercio electrónico: el ejemplo del concepto de establecimiento permanente, en Madrid Parra, A. (Dir.): *Derecho del sistema financiero y tecnología*, 601-626.

RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T. (2013). El *Crowdfunding*: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos, *Revista Pensar en Derecho*, núm. 3, 101-123.

ROURE, J., SAN JOSÉ, A., y AERNOUDT, R. (2007). El papel del sector público en la promoción de la inversión privada en Europa. Una mirada crítica a distintos programas, *Revista española de capital riesgo*, núm. 3, 85-100.

SIGAR, K. (2012). Fret no more: Inapplicability of Crowdfunding concerns in the internet age and the JOBS Act's safeguards. *Administrative Law Review*, núm. 2, 474-505.

VALANCIENE, L., JEGELEVICIUTE, S. (2013). Valuation of Crowdfunding: Benefits and drawbacks, *Economics and Management*, núm. 18, 39-48.

VERSTEIN, A. (2011). The Misregulation of Person-to-Person Lending, *Law Review*, núm. 45, 447-529.

WILSON, K. (2015). Policy Lessons from Financing Young Innovative Firms, *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, OECD Publishing, Paris, núm. 24.

ZIEGLER, T., SHNEOR, R., GARVEY, K., WENZLAFF, K., YEROLEMOU, N., HAO, R., ZHANG, B. (2018). *Expanding Horizons: The 3rd European Alternative Finance Industry Report*, Cambridge Centre for Alternative Finance, 118-121.

PÁGINAS WEB CONSULTADAS

Base de datos fiscales de la UE: <http://ec.europa.eu/teb>.

Italia

<http://www.finanze.it/opencms/it/>

<http://www.agenziaentrate.gov.it/wps/portal/entrate/home>

Francia

<http://www.economie.gouv.fr/>

<http://www.impots.gouv.fr/portal/static/>

Reino Unido

<https://www.gov.uk/government/organisations/hm-treasury>

<https://www.gov.uk/government/organisations/hm-revenue-customs>

<https://www.helptobuy.gov.uk/equity-loan/equity-loans/>

Bélgica

<https://finances.belgium.be/fr>

NOTAS

¹ CONSEJO ECONÓMICO Y SOCIAL (CES), (2016). Informe *El papel del sector de la construcción en el crecimiento económico: competitividad, cohesión y calidad de vida*, 129-131.

El problema se agravará previsiblemente a partir de 2021 tras la pandemia mundial provocada por el COVID-19.

² Son muchos los estudios y datos que avalan al sector de la construcción como uno de los motores principales de la economía española en los últimos treinta años. A continuación citamos alguno: MARTÍNEZ ÁLVAREZ, J.A. y GARCÍA MARTOS, D., (2014). *Auge y crisis del sector inmobiliario reciente: interrelación con la política económica*, DOC. núm. 5, Instituto de Estudios Fiscales.

BIELSA CALLAU, J. Y DUARTE PAC, R. (2008). Sobre el peso del sector de la construcción en la economía española, *Boletín Económico de ICE*, núm. 2944.

FERNÁNDEZ CARVAJAL, A. (2004). Veinticinco años de política de vivienda en España (1976-2001). una visión panorámica, *Revista ICE*, núm. 816.

CUADRADO ROURA, J.R. (Dir.), (2010). *El sector construcción en España: análisis, perspectivas y propuestas*, Colegio Libre de Eméritos, 8-16.

³ BERNAL ALONSO, M.A., VEGAS ARJONA, P. (2014). *Comparativa de fuentes de financiación empresarial, con énfasis en el sector de la construcción: Estados Unidos, Alemania y España*, Instituto de Estudios Bursátiles, Departamento de Investigación. WP-2014-1011-GR, 56-59.

GARCÍA-VAQUERO, V., ROBIRAS, I. (2018). *La evolución reciente de la financiación no bancaria de las empresas españolas*, Banco de España, Boletín Económico 4/2018.

⁴ Encontramos su origen en la Administración Obama con la aprobación de la Ley Jobs Act de 5 de abril de 2012, que regula la financiación colectiva y la captación de fondos a través de plataformas electrónicas.

⁵ RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T. (2013). El *Crowdfunding*: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos, *Revista Pensar en Derecho*, núm. 3, 101-123.

BEST, J.; SHERWOOD, N.; JONES, D., (2011). *How CrowdFund Investing Helps Solve Three Pressing Socioeconomic Challenges*, CrowdFund Capital Advisors, 3-10.

BROWN, J. D., EARLE, J. S., (2017). Finance and growth at the firm level: evidence from SBA loans. *The Journal of Finance*, núm. 72, 1039-1080.

Según el último informe realizado por Universo Crowdfunding para 2018: La recaudación vía Crowdfunding en España creció un 62,12% de 2017 a 2018, pasando de 101.651.284€ en 2017 a 159.691.767€ en 2018. Las plataformas de préstamos (Crowdlending) son las que más volumen de capital gestionan con 69.182.539€ (el 43,32% del dinero recaudado en 2018). Le siguen el *Crowdfunding* inmobiliario con 39.018.875€ (el 24,43% del dinero recaudado en 2018), llegando al *Crowdfunding* de Inversión, Equity Crowdfunding con 25.644.370€ (el 16,06% del dinero recaudado en 2018).

⁶ Legge 11 dicembre 2016, n. 232.

⁷ MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, (2016). *Il Leasing immobiliare abitativo*, Anton, Roma, 1-39.

⁸ Se han introducido medidas que protegen al inquilino-comprador frente a determinadas eventualidades económicas, como puede ser la pérdida de empleo: en este caso, es posible suspender el pago de la tasa por un periodo máximo de 12 meses sin carga adicional.

⁹ En estos casos la deducción anual del IRPF tiene un límite de 4000€ y no de 8.000€. Por otra parte, el precio de rescate de la vivienda tiene que ser de 10.000€.

¹⁰ En la página de la Agencia Tributaria Francesa, se explica con detalle como funciona este préstamo. <https://www.service-public.fr/particuliers/vosdroits/F10871>.

Los requisitos para poder solicitar el préstamo son los siguientes:

— No haber sido propietario de su vivienda habitual en los dos años anteriores a la solicitud del préstamo.

— En el caso de que la vivienda esté siendo construida o reformada, debe convertirse en la vivienda habitual del sujeto pasivo en el plazo de un año desde la finalización de los trabajos de construcción o la adquisición de la misma.

El PTZ puede financiar la construcción o la compra de toda vivienda nueva, pero también: la compra de una vivienda antigua que requiera trabajos de reconstrucción o mantenimiento o una vivienda antigua cuyos trabajos de acondicionamiento representen el 25 % del coste total de la vivienda.

El nivel de renta de los prestatarios no debe superar los 24.000 € en zona C, 27.000 € en B2, 30.000 € en B1 y 37.000€ en zona A.

Fonds Mutuel de Garantie, es el fondo que permite el pago de los préstamos bancarios en caso de incumplimiento del prestatario.

¹¹ El nivel de renta de los prestatarios no debe superar los 24.000 € en zona C, 27.000 € en B2, 30.000 € en B1 y 37.000€ en zona A.

¹² En esta página del Ministerio de Hacienda francés encontramos un documento donde se explica la caución como sistema de garantía alternativo a la hipoteca. <https://www.economie.gouv.fr/daj/garanties-financieres-2019>.

¹³ Fonds Mutuel de Garantie, es el fondo que permite el pago de los préstamos bancarios en caso de incumplimiento del prestatario.

¹⁴ Se pueden ver todos los detalles sobre el funcionamiento de este préstamo en la página oficial del gobierno británico de ayudas gubernamentales a la adquisición de vivienda. <https://www.helptobuy.gov.uk/equity-loan/equity-loans/>

¹⁵ Si la vivienda está en Londres la ayuda es del 40%.

¹⁶ ÁLVAREZ ROLLO-VILLANOBA, S. (2015). La financiación participativa en la Ley 5/2015, de 27 de abril. Regulación del *Crowdfunding* y del *Crowdlending*, *El Notario del Siglo XXI*, núm. 61, 50-53.

¹⁷ VERSTEIN, A. (2011). The Misregulation of Person-to-Person Lending, *Law Review*, núm. 45, 447-529.

¹⁸ Special Purpose Vehicle.

¹⁹ MORENO SERRANO, E. (2017). La incidencia del *Crowdfunding* inmobiliario en el desarrollo de las formas alternativas de financiación colectiva, *Revista Española de Capital Riesgo*, núm. 5, 119-143.

²⁰ En EE.UU. el gran hito legislativo fue la llamada Ley JOBS. En 2012 esta Ley prometía crear nuevas vías para recaudar fondos que equilibrasen las necesidades de rapidez y eficiencia en la financiación colectiva, con el compromiso de la SEC de proteger a los consumidores contra el fraude. En 2016 con la finalización por parte de la SEC del título III de la Ley JOBS en EE.UU. se abrió las puertas del *Crowdfunding* inmobiliario a inversores no acreditados.

No obstante, antes incluso de la aprobación de esta Ley, ya se habían llevado a cabo grandes proyectos inmobiliarios financiados por grandes colectivos de pequeños inversores tanto en EE.UU. como en Bogotá. El colombiano Rodrigo Niño es el fundador de Prodigy Network, la empresa que ha financiado la construcción de rascacielos mediante *Crowdfunding*.

²¹ GONZÁLEZ ROMERO, A. (2018). Universo Crowdfunding, RAMOS, J. (ICEI) Universidad Complutense de Madrid & UDELAR-Montevideo; *Financiación participativa en España 2018*, Informe Anual. Los mayores crecimientos de este año corresponden a las plataformas de préstamos o *Crowdlending* (43,32%), *Crowdfunding* inmobiliario (20,79%), y *Equity Crowdfunding* o de inversión (16,06%).

²² SIGAR, K. (2012). Fret no more: Inapplicability of Crowdfunding concerns in the internet age and the JOBS Act's safeguards, *Administrative Law Review*, núm. 2, 474-505.

STEMLER, A. R. (2013). The JOBS Act and Crowdfunding: Harnessing the power and money of the masses, *Business Horizons*, núm. 56, 271-275.

²³ AGRAWAL, A., CATALINI, C., GOLDFARB, A. (2014). Some simple economics of Crowdfunding, *Innovation Policy and the Economy*, núm. 14, 63-97.

²⁴ HAZEN, T. (2012). Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws - Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned on Meaningful Disclosure, *N.C. L. Rev.*, núm. 90, 1735-1769.

²⁵ BELLEFLAMME, P., OMRANI, N., PEITZ, M. (2016). The economics of Crowdfunding platforms, *Journal of Economic Literature*, 1-58.

²⁶ VALANCIENE, L., JEGELEVICIUTE, S. (2013). Valuation of Crowdfunding: Benefits and drawbacks, *Economics and Management*, núm. 18, 39-48.

²⁷ EUROPEAN COMMISSION, (2013). *Entrepreneurship 2020 Action Plan: Reigniting the Entrepreneurial Spirit in Europe*. Brussels: European Commission.

²⁸ Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre proveedores europeos de servicios de financiación colectiva (CECA) para empresas y por el que se modifica el Reglamento (UE) núm. 2017/1129.

²⁹ Autoridad Europea de Valores y Mercados.

³⁰ Las operaciones que excedan de esa cuantía pasarán a estar reguladas por la Directiva sobre Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID). El *Crowdfunding* basado en donaciones o recompensas queda fuera de esta regulación al no considerarse servicios financieros.

³¹ — Los no sofisticados tendrán que someterse a una prueba para evaluar sus conocimientos sobre los riesgos de las empresas de financiación, serán alertados sobre los riesgos y tendrán que aceptarlos explícitamente, no se les permitirá financiar un proyecto por más de 1000 euros o el 5% de sus activos.

— Los inversores no sofisticados tendrán un período de reflexión de 4 días para cancelar su inversión o sus préstamos.

— Los inversores sofisticados no tendrán ningún límite de inversión.

³² CROSBY, M., NACHIAPPAN, PATTANAYAK, P., VERMA, S. & KALYANARAMAN, V., (2015), BlockChain Technology: Beyond Bitcoin. *Berkeley: Sutardja Center for Entrepreneurship & Technology*, núm. 2.

³³ Los inversores pueden usar *blockchain* para invertir con mayor grado de seguridad en el proyecto que les parezca más interesante. Se trata de transacciones de igual a igual a lo largo de la red electrónica utilizando *blockchain* como intermediario. De este modo la plataforma no retiene el dinero de los inversores, sino que les permite optar por un proyecto particular utilizando los *tokens* asignados para que el intermediario transfiera el dinero al promotor. La seguridad del sistema es inherente a la eficiencia de la cadena de bloques.

³⁴ KEUSCHNIGG, C., NIELSEN, S.B. (2004). Taxation and Venture Capital Backed Entrepreneurship. *International Tax and Public Finance*, núm. 11, 369-390.

³⁵ ROURE, J., SAN JOSÉ, A., y AERNOUDT, R. (2007). El papel del sector público en la promoción de la inversión privada en Europa. Una mirada crítica a distintos programas, *Revista española de capital riesgo*, núm. 3, 85-100.

³⁶ GORDON, R. (2018). How should taxes be designed to encourage entrepreneurship, *Journal of Public Economics*, núm. 166, 1-11.

³⁷ HENDON, J. R., BELL J. R., BLAIR, B. and. MARTÍN, D. K. (2012). State-funded angel investor tax credits: Implementation and perceived effectiveness in a sample of states within the United States, *Journal of Entrepreneurship and Public Policy*, núm. 1, 50 -62.

³⁸ MARTÍNEZ MUÑOZ, Y. (2015). El tratamiento fiscal del *Crowdfunding*, *Quincena Fiscal*, núm. 14.

³⁹ Esto mismo ocurre en el caso del Impuesto sobre la Renta de No Residentes (IRNR).

⁴⁰ Los primeros 6000€ tributan al 19%, los 44.000€ siguientes tributarán al 21% y todo lo que excede de 50.000€ tributará al 23%.

⁴¹ El artículo 14.1. c) del Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, establece que: están exentos «c) Los intereses y demás rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios a que se refiere el artículo 25.2 de la Ley 35/2006 de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas...».

⁴² Aunque la Ley no impide que el promotor de esta modalidad de *Crowdfunding* sea una persona física, la práctica demuestra que la mayor parte de estos proyectos son liderados por personas jurídicas, por lo que nos vamos a centrar en las consecuencias tributarias para estos últimos.

⁴³ Para poder practicarse esta deducción la adquisición de las acciones o participaciones debe realizarse en el momento de la constitución de la sociedad o en el momento de la ampliación de capital, que deberá realizarse en los tres años siguientes a la constitución. Asimismo deberán mantenerse durante un periodo mínimo de tres años y un máximo de doce años.

⁴⁴ GIL MACÍA, L. (2012). Análisis crítico de la exención de las ganancias patrimoniales por transmisión de acciones o participaciones en empresa de nueva o reciente creación, *Quincena Fiscal*, núm. 1, 13-36.

⁴⁵ Con anterioridad a la aprobación de la LPG para 2018, el porcentaje de deducción era del 20% y la base máxima de deducción estaba fijada en 50.000€.

⁴⁶ Esta deducción procederá únicamente sobre la cuantía invertida que supere la base máxima de la deducción estatal prevista en el artículo antes mencionado de la Ley. El importe máximo de esta deducción es de 4.000 euros.

⁴⁷ Esta Comunidad contempla otra deducción para el caso de préstamo con destino a la financiación de sociedades. Los contribuyentes podrán deducir en la cuota íntegra autonómica, el 20 por ciento de las cantidades invertidas durante el ejercicio en la adquisición de acciones o participaciones sociales como consecuencia de acuerdos de constitución de sociedades o de ampliación de capital en sociedades anónimas, limitadas, sociedades laborales y cooperativas.

Con respecto a las mismas entidades, podrá deducirse el 20 por ciento de las cantidades prestadas durante el ejercicio, así como de las cantidades garantizadas personalmente por el contribuyente, siempre que el préstamo se otorgue o la garantía se constituya en el ejercicio en que se proceda a la constitución de la sociedad o ampliación de capital de la misma.

Estas dos deducciones tienen un límite conjunto de deducción de 20.000€.

⁴⁶ El porcentaje de deducción será del 50 por ciento cuando se trate de sociedades anónimas laborales, sociedades de responsabilidad limitada laborales y sociedades cooperativas con un límite de deducción de 12.000 euros.

⁴⁷ Según una investigación encargada por el Gobierno del Reino Unido (HM Revenue and Customs Research Report, 2016), para más del 79% de los inversores, ha sido definitiva la existencia de una deducción en el Impuesto sobre la Renta en la decisión de invertir en empresas pequeñas y de alto riesgo.

KEUSCHNIGG, C., NIELSEN, S. B. (2004). *Taxation and Venture Capital Backed Entrepreneurship*. *International Tax and Public Finance*, núm. 11, 369-390.

⁴⁸ FLORANGE, A. T., BLAIR, D., BELTRAN, J., NAGEL, T., PIATTELLI, U. & QUINTAVALLA, L. (2013). *Regulation of Crowdfunding in Germany, the UK, Spain and Italy and the Impact of the European Single Market*, European Crowdfunding Network AISBL.

⁴⁹ CARPI MARTÍN, R. (2017). Crowdfunding en Europa. El difícil equilibrio entre regulación y mercado, *Revista de responsabilidad social de la empresa*, núm. 25, 137-151.

⁵⁰ ZIEGLER, T., SHNEOR, R., GARVEY, K., WENZLAFF, K., YEROLEMOU, N., HAO, R., and ZHANGZ, B. (2018). *Expanding Horizons: The 3rd European Alternative Finance Industry Report*, Cambridge Centre for Alternative Finance, 118-121.

⁵¹ ESTRINE, S., GOZMAN, D., and KHAVUL, S. (2016). *Case study of the equity Crowdfunding landscape in London: an entrepreneurial and regulatory perspective*. FIREs Case Study, núm. 5.

⁵² EIS, SEIS e IFISA son los nombres de los programas de incentivos previstos en Reino Unido para este sistema alternativo de financiación.

⁵³ Estas normas han sido supervisadas y autorizadas por la Autoridad de Mercados Financieros (AMF-Autorité des Marchés Financiers) y el Regulador Nacional de Servicios Financieros (ACPR-Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution).

⁵⁴ En el caso de las parejas está prevista una base de deducción de hasta 100.000€ y por tanto una reducción fiscal efectiva de hasta 25.000€.

Esta reducción está reservada a las personas físicas que tienen domicilio fiscal en Francia.

⁵⁵ El clásico PEA (Le Plan d'Epargne en Actions) permite invertir en empresas sin restricción de capitalización.

⁵⁶ OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP & FINANCE, (2019). *4º Report italiano sul CrowdInvesting*, Politecnico Milano 1863, School of Management, 55-58.

⁵⁷ CICCHIELLO, A.F., BATTAGLIA, F., MONFERRÀ, S. (2019). Crowdfunding tax incentives in Europe: A comparative analysis, *The European Journal of Finance*, 31-33.

⁵⁸ Para beneficiarse de estos incentivos los inversores deben tener en su haber las acciones durante un periodo mínimo de dos años en el caso del impuesto de sucesiones y tres años para el impuesto sobre las ganancias de capital.

⁵⁹ WILSON, K. (2015). *Policy Lessons from Financing Young Innovative Firms, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, núm. 24, OECD Publishing.

⁶⁰ BEST, J.; SHERWOOD, N.; JONES, D. (2011). *How CrowdFund Investing Helps Solve Three Pressing Socioeconomic Challenges*, CrowdFund Capital Advisors, 3-5.

DE BUYSERE, K.; GAJDA, O.; KLEVERLAAN, R.; MAROM, D. (2012). *A Framework For European Crowdfunding*, Document, European Crowdfunding Network, 28-32.

RAMOS PRIETO, J. (2010). La difícil adaptación de las reglas tradicionales de la fiscalidad internacional al comercio electrónico: el ejemplo del concepto de establecimiento permanente, en MADRID PARRA, A. (Dir.). *Derecho del sistema financiero y tecnología*, 601-626.

⁶¹ COAKLEY, J., LAZOS, A., and LINARES-ZEGARRA, J.M. (2018). Follow-On Equity Crowdfunding. *SSRN Electronic Journal*.

⁶² BOYNS, N., Cox, M., SPIRES, R., and HUGHES, A. (2003). *Research into the enterprise investment scheme and venture capital trusts*. Report prepared for Inland Revenue. (London: HM Inland Revenue).

(Trabajo recibido el 25-4-2020 y aceptado para su publicación el 18-5-2020)