

El crowdfunding inmobiliario en España

Real estate crowdfunding in Spain

Pablo MOLINA MARTÍNEZ

Universidad Complutense de Madrid

pmolin04@ucm.es

ORCID 0009-0000-5630-1935

Raquel GONZÁLEZ DEL POZO

Universidad Complutense de Madrid

raquelg18@ucm.es

ORCID 0000-0002-2827-9256.

Recepción: Septiembre 2023

Aceptación: Diciembre 2023

RESUMEN

El objetivo principal de este trabajo es comprender el funcionamiento de las Plataformas de Participación Colectiva inmobiliarias como modelo de negocio y su actividad económica basada en los proyectos de crowdfunding inmobiliarios en España dentro del marco de la Unión Europea. Para ello se ha partido de describir en qué consiste el crowdfunding inmobiliario y el marco jurídico español, además de su evolución y los actuales competidores del mercado inmobiliario tras la crisis financiera del 2008. Tras esto, se han establecido dos empresas pertenecientes al mercado de inversión inmobiliaria que sirven como benchmark en el análisis planteado. Las principales conclusiones de este artículo exponen la creciente expansión del crowdfunding como uno de los mercados más jóvenes del sector inmobiliario que está en constante cambio debido a la regulación.

Palabras clave: crowdfunding, inversión alternativa, sector inmobiliario, plataformas de financiación colectiva.

Clasificación JEL: D26, O16.

ABSTRACT

The main goal of this document is to understand the inner working of the real state Participatory Financing Platforms as a business model and its economic activity based on the real estate crowdfunding projects in Spain according to the European Union framework. To do that, we parted from describing what real estate crowdfunding is and the legal framework in Spain in which it operates as well as, its evolution and the current competitors in the real estate market after the 2008 financial crisis. After that, two entities have been established in this new real estate investment market that have been used as a benchmark in the analysis. The main conclusions of this article show the growing expansion of crowdfunding as one of the youngest markets in the real estate sector that is constantly changing due to regulation.

Keywords: crowdfunding, alternative investment, real estate market, participatory financing platforms.

JEL Classification: D26, O16.



1. INTRODUCCIÓN

Tras la crisis financiera del 2008, los nuevos organismos de supervisión y regulación bancaria, la gran restricción financiera que se le impuso a las entidades financieras y la necesidad de financiación por parte de las constructoras o empresas promotoras de proyectos inmobiliarios dio cabida a un gran número de partícipes en este sector inmobiliario totalmente renovado.

El mercado que se describe como crowdfunding inmobiliario es principalmente el equilibrio entre demandantes y oferentes de fondos para proyectos sobre propiedades inmuebles. A diferencia de otros tipos de inversiones alternativas como son el Venture Capital o el Private Equity (Marti & Balboa, 2006), la plataforma de participación colectiva no toma poder de decisión de los fondos que capta, por lo que se trata de una entidad meramente intermediaria. En particular, en el ámbito de la micro-financiación o crowdfunding se busca la democratización de la inversión, lo que de manera más coloquial se refiere a que sea más accesible para todo el mundo. De esta manera, se abre la posibilidad de invertir a pequeñas personas físicas, mientras que los demandantes de fondos siguen siendo gran cantidad de individuos, donde suelen destacar promotoras, constructoras o entidades de rehabilitación de viviendas.

75

A pesar de ser un mercado muy amplio, este trabajo se centra en las entidades intermediadoras de crowdfunding, llamadas Plataformas de Financiación Colectiva. Se trata de un concepto de reciente creación y de constante evolución debido a la gran cantidad de legislación atribuible a este tipo de compañías en los últimos años, y un crecimiento exponencial desde el punto de vista de la adquisición de fondos, con una recaudación total de 219.132.820 € en el año 2022. (Universo Crowdfunding, 2019).

Se ha elegido este tema ya que es relativamente novedoso, pero con la suficiente evolución para llevar a cabo tanto un estudio bibliográfico como un análisis económico-financiero de los principales indicadores de estas plataformas. Se trata de relacionar el crowdfunding, que coloquialmente está visto como un método de financiación de proyectos sin ánimo de lucro o de base de responsabilidad social, con el mercado inmobiliario, el cual sufrió una de las mayores recesiones vistas en la historia económica tras la crisis del 2008. Lo expuesto resulta ser una línea interesante de investigación para la elaboración de este trabajo.

El presente artículo está estructurado de la siguiente manera: en primer lugar, se establecen los objetivos y la metodología que se pretende llevar a cabo. A continuación, se hace referencia al marco teórico en el que se encuadra el crowdfunding y sus distintos tipos de modalidades en relación con el marco legal en el que se apoyan. Asimismo, para concluir el marco teórico se presenta una descripción del sector inmobiliario a lo largo de la crisis financiera de 2008. Por otra parte, con objeto de realizar un estudio económico-

financiero del crowdfunding, se presenta un análisis de ratios de dos empresas intermediadoras de crowdfunding y dos sociedades de gestión de activos inmobiliarios para comprobar sus diferencias desde distintos ámbitos. Finalmente, se resumen las principales conclusiones extraídas de este trabajo y se proponen algunas posibles líneas de investigación futuras.

2. OBJETIVOS Y METODOLOGÍA

Debido al éxito y al fuerte crecimiento del crowdfunding inmobiliario en los últimos años, el objetivo principal de este trabajo es analizar y realizar una comparativa entre empresas dedicadas a la financiación participativa en el sector inmobiliario y empresas del sector tradicional inmobiliario.

Las normativas y regulaciones relativas al crowdfunding están en constante cambio y renovación, en particular desde el año 2015, fecha en la que empezaron a regularse las plataformas de financiación participativa. Debido a esto, el presente trabajo se centra en analizar la situación del crowdfunding en España durante el periodo 2015-2022. Además, este período sirve como contexto previo para analizar los cambios consecuentes de la nueva Regulación Europea de 2023 con el objetivo que unificar los mercados de capitales.

Para alcanzar dicho objetivo, a lo largo de este trabajo se tratará de dar respuesta a las siguientes preguntas:

- ¿La Ley de Fomento de Financiación Participativa del año 2015 constituye un buen incentivo para la inversión crowdfunding en el sector inmobiliario?
- ¿Qué rentabilidades ha obtenido el crowdfunding en los últimos años?

La metodología utilizada en el presente trabajo para el estudio de los objetivos se centra en el análisis y revisión de fuentes de información primarias y secundarias. Por un lado, la base de datos ORBIS ha sido la principal fuente de información primaria utilizada en este artículo. De ella se ha obtenido información económica y financiera de las entidades y empresas analizadas. Como fuentes secundarias, la literatura clave de este trabajo se puede dividir en dos tipos: en primer lugar, las fuentes relacionadas con el crowdfunding, y en segundo lugar la bibliografía relacionada con el sector inmobiliario. Por último, el presente trabajo también analiza y compara mediante el cálculo de los ratios seleccionados, la situación económica y financiera de dos empresas de crowdfunding dedicadas a las inversiones inmobiliarias en relación con dos grupos inmobiliarios tradicionales.



3. MARCO TEÓRICO

En un entorno de escasos recursos, problemas de agencia y asimetría de información, los demandantes de fondos se ven obligados a financiarse a través de canales no convencionales, también conocidos como inversión alternativa y sustituto a las entidades de crédito. El crowdfunding surge como medida de financiación bajo este contexto de inversión alternativa (Guzmán Raja, 2014). Por otro lado, también cabe destacar el incremento de este tipo de proyectos gracias al contexto de marco colaborativo presente tanto en las finanzas como en la sociedad en su conjunto, además del desarrollo de las tecnologías que han ayudado a su progresión (Rubio Martín, 2020). Como definición etimológica, este anglicismo está conformado por las palabras *crowd*, que se traduce como multitud, y la palabra *funding*, que significa financiación. Profundizando en esta premisa, Guzmán Raja (2014) detalla que este tipo de financiación colectiva presenta otras dos características clave: pueden ser promovidas tanto por personas físicas como personas jurídicas y, además deben ser presentadas en un portal de Internet específicamente diseñado para ello.

El proceso general para llevar a cabo la recaudación de fondos mediante crowdfunding resulta ser bastante sencillo. Los emprendedores detallan su idea de negocio o proyecto en una plataforma online y así solicitan fondos de una cantidad limitada de un gran número de personas o inversionistas que estén interesados (Rubio Martín, 2020).

77

3.1 Tipos de crowdfunding.

De manera generalizada, resulta muy confusa la clasificación ya que son multitud las agrupaciones en las que se pueden segregar los tipos de crowdfunding, debido a que las plataformas web en las cuales se publican estos proyectos no siguen una perspectiva común en cuanto a su forma jurídica, función económica, modelo empresarial o motivación social subyacente. De manera general, en la mayoría de las publicaciones sobre crowdfunding (Ziegler et al., 2021) (Universo Crowdfunding, 2021) la clasificación se realiza según el tipo de plataforma en la que se ha propuesto el proyecto, aunque los distintos perfiles que presentan cada una de ellas establece límites bastantes cuestionables (Ruiz de la Torre, 2017).

Atendiendo al tipo de plataforma utilizada, se puede distinguir:

- **Crowdfunding como micromecenazgo:** el término usado de manera pura hace referencia a apoyar proyectos a partir de pequeñas aportaciones a cambio de una compensación. Aunque esta denominación resulta ambigua y en general se utiliza para describir de manera global a todos los tipos de financiación colectiva, Gracia Rubio (2020) detalla de manera más concisa este término de crowdfunding haciendo referencia al tipo de financiación intermedia entre la financiación FFF (Friends, Family and Fools) y la aportación Venture Capital. Dicha compensación

puede ser monetaria o no monetaria, a través de bienes o recompensas como se verá más adelante.

- **Crowdfunding de inversión (“crowdinvesting” o “equity crowdfunding”):** se trata de invertir entrando como parte del patrimonio neto a través de una participación de capital. De manera general, los inversores que llevan a cabo este tipo de financiación suelen no ser profesionales y el proyecto o el negocio suele estar en fase de desarrollo temprana, de forma que el rendimiento de estas participaciones dependerá del progreso del propio negocio. Como sucede con otros tipos de inversiones en las que se entra mediante capital, este tipo de crowdfunding es el que genera más rentabilidad debido al riesgo.
- **Crowdfunding de préstamo (“crowdlending”):** este tipo de inversiones es la que más se asemeja con el endeudamiento. A diferencia del crowdfunding de inversión explicado en el punto anterior, el inversor no adquiere la característica de ser propietario de la empresa, sino que se hace acreedor de la misma. Este tipo de proyectos resultan ser de gran interés ya que permiten a los inversores diversificar mucho su riesgo mediante aportaciones de baja cuantía en muchos proyectos.
- **Invoice discounting:** consiste en el descuento de facturas y pagarés de clientes, que se asemeja al tradicional *factoring* bancario con la diferencia de que en este caso la financiación es llevada a cabo por un gran grupo de pequeños inversores. El autor Ruiz de la Torre (2017) defiende que se trata del tipo de crowdfunding que es el más popular en España debido a su rapidez.
- **Crowdfunding inmobiliario:** a pesar de que diversas fuentes tratan el Real Estate Crowdfunding como un tipo de recaudación de fondos diferente a los anteriormente detallados, cabe destacar que el propio crowdfunding inmobiliario se puede diferenciar según el instrumento jurídico empleado. Es decir, un proyecto inmobiliario llevado a cabo por crowdfunding puede realizarse a través de préstamo participativo (crowdlending) o suscripción de acciones de la empresa (crowdequity). Este tipo de crowdfunding destaca principalmente por el propio proyecto que se lleva a cabo, que trata sobre un inmueble o activo inmobiliario, más que por la manera de realizarlo.

78

Por otro lado, Rodríguez de las Heras (2014) se centra en analizar aquellos tipos del crowdfunding que no están fundamentados únicamente en rendimientos económicos. Se puede distinguir entre:

- **Crowdfunding por donativo** se trata de proyectos cuya rentabilidad no es de tipo monetario, sino que lo que prima es beneficio social. Dentro de esta modalidad podrían encuadrarse los proyectos presentados en la plataforma Pulsa de la Universidad Complutense de Madrid. Esta plataforma de participación ciudadana está dirigida por integrantes de la Universidad Complutense para toda la ciudadanía. Destacan proyectos de mejora del propio campus como son la alimentación de los gatos silvestres o Bolsas de recursos para personas afectadas



por la guerra de Ucrania de la UCM. Como aspecto a destacar de este tipo de plataformas es que se asemejan más a una fundación.

- **Crowdfunding por recompensas:** en esta modalidad los inversores entregan cantidad de dinero a cambio de una recompensa no monetaria. Dicha recompensa puede tomar forma de bienes materiales, acreditaciones, descuentos e innumerables beneficios, dependiendo del tipo de proyecto en el que se invierta. Así, por ejemplo, una de las páginas webs más famosas entre los jóvenes es Patreon, que se caracteriza por ser un espacio únicamente para creadores de contenido audiovisual como pueden ser músicos, creadores de juegos, artistas visuales, etc. En esta plataforma, a cambio de un pago, que puede ser único o periódico, se recibe un artículo realizado por el artista como pueden ser bienes exclusivos o acceso previo al contenido. El valor de estas “recompensas” va en aumento según el pago de ese fondo que viene tipificado en el propio portal web.

3.2 Historia y evolución del crowdfunding

Es innegable la importancia que ha adquirido el crowdfunding como método de financiación alternativa y complementaria a nivel nacional e internacional (Ziegler et al., 2021). Por ello es importante tratar de comprobar su efectiva evolución a través del tiempo.

79

El crowdfunding como forma de financiación no es un fenómeno que se haya constituido recientemente, sino que el concepto ha ido evolucionando a medida que ha ido pasando el tiempo. Son muchos los proyectos que se han financiado a manos de una multitud de pequeños inversores. Los casos más emblemáticos pueden ser la Estatua de la Libertad en 1885, donde tras varios intentos de financiación, se decidió lanzar una campaña de recaudación de fondos a cambio de publicar los nombres de todos los donantes en el periódico. Otro caso previo destacable es la traducción de la *Ilíada* llevada a cabo por el poeta Alexander Pope en 1713, quien pidió dinero para conseguir su publicación a cambio de citar en su trabajo a todos aquellos donantes que participaron en el proyecto. Por otro lado, Mozart, pidió dinero para tocar en Viena y tras fracasar, logró alcanzar el éxito gracias a la ayuda de 176 patrocinadores que realizaron donaciones suficientes para financiar su gira de conciertos, los cuales fueron mencionados siempre en los manuscritos de las obras del compositor (Kallio & Vuola, 2020). Por otro lado, en el sentido más estricto de la definición de crowdfunding, si se tiene en cuenta el uso necesario de internet para la recaudación de fondos, algunos autores establecen el nacimiento del Crowdfunding en el año 1997, cuando una banda de rock británica llamada Marillion consiguió financiar una gira a través de una campaña de recaudación de fondos mediante un portal web (Camacho Clavijo, 2016).

Como se ha visto anteriormente, todos los proyectos mencionados tienen en común el carácter de donativo o recompensa, lo que puede explicar la razón de que de manera

coloquial se asocia el crowdfunding a un tipo de financiación sin rendimiento económico, y que este sea considerado como una forma de mecenazgo.

Si se analiza el crowdfunding como institución intermediaria de fondos, se puede comprobar algunas las razones por las que este tipo de financiación ha aumentado en los últimos años. En primer lugar, este tipo de financiación se lleva a cabo exclusivamente a través de un portal o página web, por lo que asociar el incremento de este tipo de financiación a la gran transformación revolución digital y tecnológica es algo inevitable. El crecimiento de la tecnología, internet y, concretamente, el mundo financiero ligado a las nuevas tecnologías o *FinTech* (Finance and Technology) ha facilitado el acceso a la financiación vía crowdfunding. Por otra parte, la crisis financiera a nivel mundial que tuvo lugar entre los años 2007 y 2013 ha dado lugar a una mayor regulación bancaria y unos mayores requisitos para la financiación, lo cual ha ocasionado que muchos inversores y demandantes de fondos busquen e inicien nuevas formas de inversión y financiación.

80

De acuerdo a los datos recogidos por la Universidad de Cambridge (Ziegler et al., 2021), se muestra un crecimiento constante en el crowdfunding durante los años 2019 y 2020. Se destaca un gran crecimiento en el crowdfunding de donaciones, con un crecimiento de un 160% en un solo año, debido a proyectos caritativos que se promulgaron en el período de confinamiento y el crecimiento de voluntad de los ciudadanos a ayudar a los demás. Por otro lado, el segundo tipo de crowdfunding más popular entre los inversores es el inmobiliario, seguido del equity crowdfunding. Además, atendiendo a las distintas zonas geográficas se puede observar que existe mayor presencia de proyectos de crowdfunding en las regiones de Reino Unido, América del Norte y Asia (Pacífico), mientras que en las regiones geográficas de China y África este tipo de financiación no alcanza una gran popularidad.

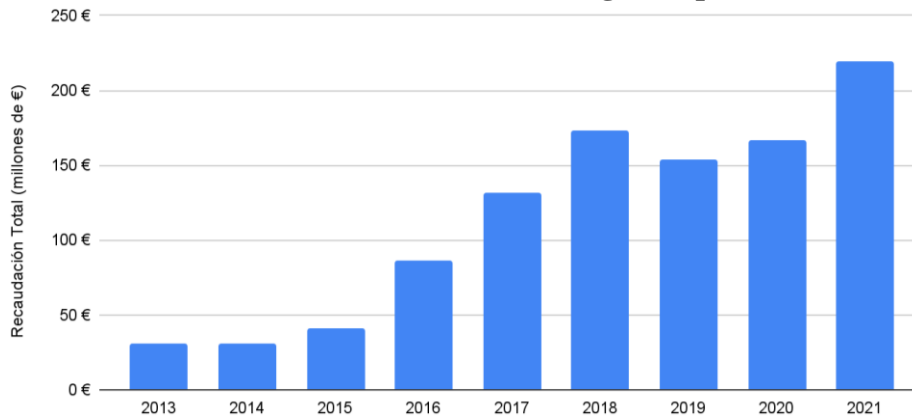
Centrándose en el caso español, la evolución del crowdfunding durante estos últimos años puede analizarse a partir de los datos contenidos en el Gráfico 1. Desde el punto de vista de la recaudación total, se puede comprobar un rápido crecimiento de esta forma de financiación desde su inicio hasta el año 2021. Una de las razones de este gran crecimiento en el año 2016 es la introducción de la Ley de Fomento de Financiación Empresarial (LFFE) en el año 2015, en la cual se contemplaba la regulación de entidades de intermediación financiera de crowdfunding.

También es importante mencionar el incremento de participación en proyectos de crowdfunding en el año 2021. Si se realiza una comparación con el año anterior, observamos que en el año 2020 se produjo una disminución del total recaudado debido a la crisis de la COVID-19. Sin embargo, la recaudación de los proyectos de crowdfunding se incrementó de nuevo en el año 2021, por lo que parece que esta crisis no supuso un



cambio estructural a este método de financiación, sino que se trató de un caso meramente circunstancial (Universo Crowdfunding, 2021).

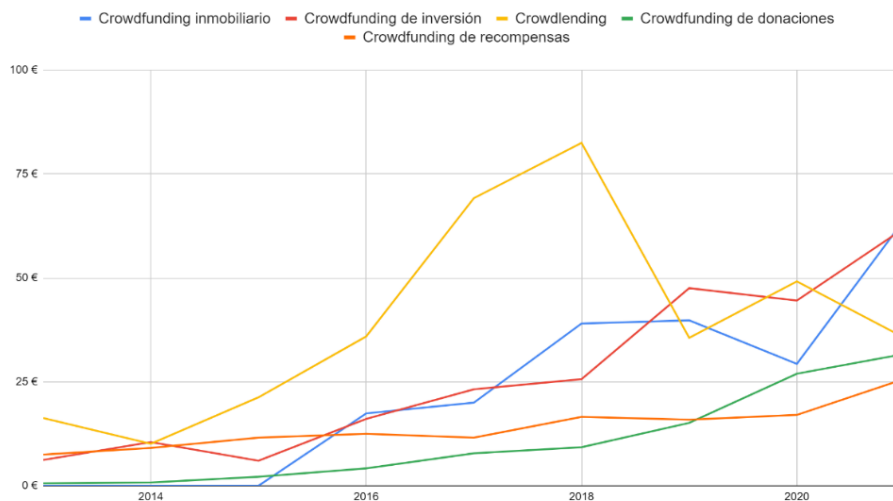
Gráfico 1. Recaudación total de crowdfunding en el período 2013-2021



Fuente: Elaboración propia a través de datos de Financiación Participativa (Crowdfunding) en España 2021 de Universo Crowdfunding.

Gráfico 2. Recaudación por tipo de plataforma en millones de euros en el período 2013-2021

81



Fuente: Elaboración propia a través de datos de Financiación Participativa (Crowdfunding) de Universo Crowdfunding.

Por otro lado, también hay datos segregados según el tipo de proyecto que se ha llevado a cabo. En el Gráfico 2 se puede comprobar la evolución de la recaudación del crowdfunding en España durante los años 2013 y 2021. Esta recaudación ha estado liderada por el crowdfunding de endeudamiento, el cual alcanzó su máximo en el año 2018. Su crecimiento está ligado a los elevados intereses que ofrecía, ya que estos eran mayores que los otorgados por una entidad financiera convencional. Asimismo, es importante destacar que las modalidades de crowdinvesting y crowdfunding inmobiliario

han ido ganando protagonismo, siendo este último destacable por poseer la mayor tasa de crecimiento anual de todos los datos registrados, con un crecimiento de 118,66% (Universo Crowdfunding, 2021).

3.3 Marco legal

Desde los comienzos de la investigación del crowdfunding, se ha visto que la adquisición de fondos a través de este proceso se ha llevado a cabo por Internet sin ningún tipo de intermediario financiero estandarizado (Mollick, 2014).

Como se ha mencionado anteriormente, cuando un emprendedor quiere buscar financiación para su proyecto o idea de negocio mediante crowdfunding necesita hacer uso de un portal virtual que le ayude a gestionar el gran volumen de dinero y participantes que genera esta modalidad de financiación. La regulación de estos portales y plataformas de financiación participativa se abordó con la introducción de la Ley de Fomento de Financiación empresarial 5/2015, de 27 de abril (Jefatura del Estado, 2015). Esta ley regula que las Plataformas de Participación Colectiva son empresas autorizadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) cuya actividad consiste en poner en contacto a los demandantes y oferentes de financiación. Estas empresas realizan su actividad creando un entorno digital en la red (López Ortega, 2016). La autorización que reciben por parte de la CNMV les permite inscribirse como plataformas de financiación participativa en el registro. Sin embargo, hay varios requisitos de carácter patrimonial que deben tenerse en cuenta, amparados en el Título V de la Ley/2015. Estos requisitos son: disponer en todo momento de un capital social de 60.000 euros y/o un seguro que sirva de garantía en casos de negligencia. El capital social se debe incrementar hasta los 120.000 euros si se recaudan más de 2.000.000 de euros en los 12 meses inmediatamente posteriores a su constitución (López Ortega, 2021).

Dentro de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial se distinguen tres sujetos clave: el inversor, el promotor y la plataforma de financiación participativa. El promotor es la persona física o persona jurídica que demanda fondos de financiación para su propio proyecto o idea de negocio participativo. La ley establece que el promotor únicamente puede tener publicado al mismo tiempo un proyecto que no supere los 5.000.000, siendo el máximo de 2.000.000 en el caso de inversores no cualificados. Además, está prohibido solicitar financiación por cuenta ajena (Camacho Clavijo, 2016).

Por el lado de los inversores, existen diferentes requisitos que establece la ley. En primer lugar, la legislación exige que los inversores obtengan una recompensa dineraria a cambio de su inversión. De esta manera, se puede comprobar que los tipos de crowdfunding de donación o recompensa no son contemplados en esta ley, estando de esta manera en situación de vacío legal. En segundo lugar, se tipifican dos tipos de inversores: los acreditados y los no acreditados. Los inversores acreditados son aquellas entidades que demuestren tener conocimientos sobre inversiones, ya sea porque son entidades o



personas autorizadas por el Estado (manejan deuda pública, son bancos de carácter central o internacional) o inversores habituales del mercado de valores. Esta distinción se hace efectiva con objeto de proteger a aquellos inversores particulares que no son profesionales, pero quieren invertir, estableciendo un límite de inversión de 3.000 euros por proyecto publicado y 10.000 euros por año. (art. 82.1 LFFE) En cualquier caso, si se quiere adquirir el título de profesional se puede completar un cuestionario llevado a cabo por la CNMV, quien evaluará el resultado y, en consecuencia, el cambio de terminología.

En cuanto a las Plataformas de Participación Colectiva y la actividad que desarrollan, existen diferentes exigencias que se deben tener en cuenta. En primer lugar, la actividad principal que se detalla en la ley es la de publicar los proyectos que la plataforma elige con la consecuente información y transparencia necesaria para que los inversores sean capaces de determinar sus decisiones de inversión. Entre los términos de transparencia exigidos se requiere informar en todo momento de cómo es el proceso de inversión, la actualización constante de información en el portal acerca de fechas, riesgos, tarifas, etc. Asimismo, es importante destacar la labor principal que realizan este tipo de plataformas, la cual se basa en constituir un portal de comunicación entre los implicados en dichas operaciones. (Camacho Clavijo, 2016).

83

En el año 2020, en línea con este marco teórico, entra en vigor el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo (2020), con el objetivo de eliminar los obstáculos presentes en la financiación de este tipo de actividades de manera internacional en base de la iniciativa de “la Unión de los Mercados de Capitales” o UMA, la cual trata de conformar un único mercado financiero de capitales para todos los Estados Miembros.

Los principios fundamentales de dicho Reglamento están fundamentados en la transparencia y la posibilidad de recursos en caso de infracciones por parte de la plataforma. En materia de conflicto de intereses se vuelve a restringir la participación de los proveedores de servicios, teniendo en cuenta que no pueden participar en las propias ofertas que tengan activas en su portal web, además de no poder aceptar proyectos de sus empleados, directivos u otros participantes vinculados directamente con la empresa, cuya participación sea de al menos un 20% en el capital social del promotor. Por otra parte, también cabe destacar el valor añadido que supone este tipo de financiación como pueden ser la publicidad o la gran diversidad de opiniones que supone la gran presencia de los pequeños inversores.

En lo referente a los requisitos económicos establecidos por estas plataformas, se puede comprobar que es necesario contar con al menos 25.000 euros o el 25% de los gastos fijos del período anterior. Además, se debe tener una póliza de seguro o recursos propios mínimos al igual que se recoge en ley de Fomento de la Financiación Empresarial del año 2015. La inscripción y registro de la plataforma queda delegada al Estado pertinente. En términos de inversión máxima, este Reglamento se diferencia respecto de la Ley 5/2015 en que, si un inversor no experimentado realiza una inversión de más de 1.000 euros o el

5% del patrimonio neto del promotor, el inversor recibe una advertencia o debe manifestar de forma directa su consentimiento de realizar dicha inversión asumiendo de forma consciente los riesgos inherentes a dicha operación, dando así protección al inversionista.

El 10 de noviembre del 2022, a través del Título V de la nueva Ley 18/2022 de Creación y Crecimiento de Empresas (Jefatura del Estado, 2022), queda derogado el Título V dedicado al régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa de la Ley 5/2015. En esta nueva ley se detallan principalmente los artículos y entidades delegadas que el Parlamento y Consejo Europeo delegan a los Estados miembros, se intenta armonizar el régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa con el Derecho de la Unión Europea y se determinan las instituciones y organismos competentes para regular dichos asuntos. En el caso español una de estas autoridades es la CNMV o la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3.4 El mercado del sector inmobiliario

Como parte fundamental para establecer un marco teórico apropiado para el crowdfunding inmobiliario resulta importante analizar el sector inmobiliario en España. Para ello se ha tratado de buscar información a partir de fuentes secundarias sobre distintos aspectos que se pueden considerar relevantes como son los antecedentes a la crisis financiera del 2008, el desarrollo del sector inmobiliario en este período de crisis y su posterior evolución.

Tratando de analizar los componentes de expansión y la creación de burbuja hasta el 2008 de este sector, varios autores (Álvarez Alba, 2017; Fernández Luna, 2015), coinciden en tres factores claves: la facilidad por parte de las entidades tradicionales de otorgar crédito, el precio inicial de los inmuebles residenciales y el propio ambiente de prosperidad macroeconómica que tuvo lugar esos años.

Por otra parte, los inversores particulares iniciaron una búsqueda para la colocación de sus ahorros en un activo más seguro que las inversiones de valores negociables tras el atentado de las Torres Gemelas. Las expectativas sobre las consecuencias que podría acarrear la guerra de Irak y la crisis de las empresas *puntocom*, vieron en el sector inmobiliario una inversión segura debido al carácter tangible de los activos y a la facilidad de la estimación de sus flujos de caja, ya que los rendimientos de un activo inmobiliario se obtienen a través de dos fuentes: una de ellas es la renta de la propiedad debido al arrendamiento y, la otra, la propia revalorización del activo inmueble.

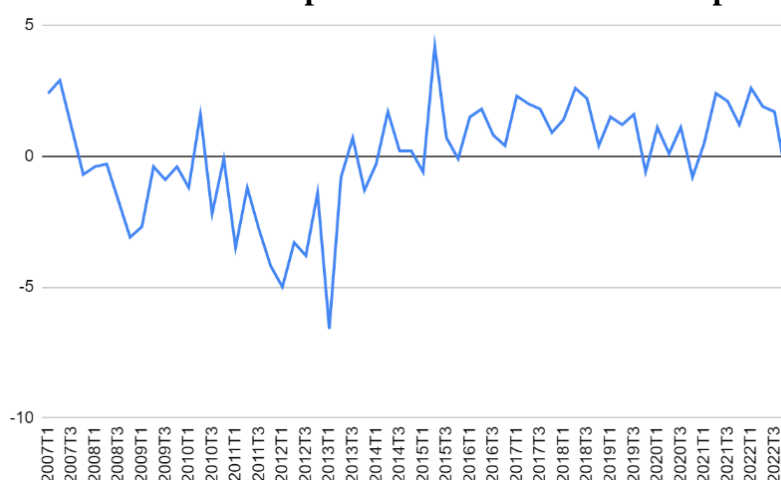
El valor de los tipos de interés y la búsqueda de maximizar beneficios por parte de las entidades bancarias dio lugar a una creación masiva de hipotecas de baja calidad o *subprime loans*, hipotecas de alto riesgo a personas de bajos ingresos, en un ambiente de baja regulación y supervisión bancaria. La demanda creciente de activos inmobiliarios ligados a la facilidad de acceder a fondos bancarios hizo que la oferta fuese creciendo



poco a poco hasta que hizo incrementar los precios paulatinamente (Sánchez Ballesteros, 2018). Esta revalorización de las viviendas debida a la adhesión de préstamos hipotecarios se vio incrementada por la ausencia de análisis de riesgo hipotecario por parte de las agencias de rating y la falta de control por parte de las entidades bancarias de las empresas de tasación.

Con el comienzo de la crisis financiera la burbuja inmobiliaria estalló en España. Esto hizo que el precio de la vivienda experimentase una gran disminución tal y como se puede comprobar en el Gráfico 3.

Gráfico 3. Variación del Índice de precio de vivienda en % en el período 2007-2022



Fuente: Elaboración propia a través de datos del Instituto Nacional de Estadística (INE).

Además de la disminución del precio de la vivienda, hubo otras consecuencias relevantes de la crisis como fueron el incremento de morosidad y la ejecución de los préstamos hipotecarios debido a los impagos, que supuso una falta de liquidez a las entidades tradicionales de crédito. Esto último, ligado a la creación de numerosas instituciones de regulación y supervisión de las entidades bancarias, supone una enorme restricción financiera a la hora de otorgar crédito por parte de las entidades tradicionales que sigue vigente hoy en día. Esta poca aportación de fondos ligada a la propia crisis generó en el sector de la construcción una reducción de la actividad económica y un aumento de desempleo. En este contexto y teniendo en cuenta la fuerte demanda por parte de los inversionistas de invertir en el sector inmobiliario, aparecieron diferentes formas de inversión alternativas a las entidades de gestión bancaria basadas en el crowdfunding.

Uno de los principales agentes que sirven de competencia a la financiación crowdfunding son las Sociedades Cotizadas de inversión inmobiliaria, en siglas SOCIMI, similares a las entidades estadounidenses REIT, Real Estate Investment Trust. Las SOCIMI fueron introducidas en el año 2009 y reguladas en el año 2013 con la finalidad de otorgar liquidez al inmovilizado en la época de crisis. En comparación con las plataformas de crowdfunding, estas sociedades necesitan un capital social mínimo de 5.000.000 millones

de euros, con al menos 50 accionistas presentes; de allí, en términos anteriormente acuñados como “la democratización” de la inversión de inmueble no se ven tan presentes como en el caso de la financiación crowdfunding.

El proceso por el que se realiza la actividad económica de este tipo de sociedades es bastante similar al Crowdfunding, siendo ésta la inversión en activos inmuebles urbanos, tanto de carácter residencial como comercial para su alquiler, debiendo repartir al menos el 80% de los beneficios de alquileres y la mitad de los beneficios procedentes de la desinversión de inmuebles. Es decir, como particularidad, este tipo de sociedades puede mantener en reservas hasta un 20% de su beneficio, además de otros tantos detalles diferenciados como la posibilidad de invertir en otra SOCIMI o tener al menos un inmueble arrendado y ocho en la contabilidad, con un mínimo de 3 años por arriendo. De acuerdo con el Banco de España, las SOCIMI han tenido un gran crecimiento tanto en volumen de activos manejados como en la cotización bursátil desde la reforma legislativa del 2012. El crecimiento de este tipo de sociedades ha sido exponencial, siendo de 8 veces en el año 2014, alcanzando los 90 en 2019.

86

También cabe destacar los fondos de inversión inmobiliaria, que son instrumentos de inversión o patrimonios sin personalidad jurídica poseídos por Instituciones de Inversión Colectiva o más individuos que además se encargan de gestionarlos. La principal diferencia entre un inversor del fondo y del de la sociedad es que el inversor del fondo adquiere una parte del patrimonio del fondo, mientras que el inversor de la sociedad pasa a ser accionista como parte del capital social de dicha sociedad.

Los fondos de inversiones han ido decreciendo en popularidad y número desde el inicio de su creación. Este decrecimiento en número viene motivado por diversas razones, pero principalmente se asocia a la crisis financiera del año 2008 que devaluó los activos inmuebles y, en consecuencia, el valor de este tipo de fondos. En la actualidad, en la lista de Fondos de inversiones inmobiliarias de la CNMV, solo quedan dos fondos que están en proceso de liquidación. En consecuencia, no se van a tomar en cuenta estos tipos de entidades como competencia efectiva de las Plataformas de Participación Colectiva.

Por otro lado, se ha encontrado de manera extraoficial, pero relevante, un grupo de inversores privados que conforman una pequeña porción en número de este mercado establecido en términos generales, pero con gran poder adquisitivo. Es destacable mencionarlos ya que resulta la contraparte del objetivo de crowdfunding. Entre sus principales características destaca la presencia de personas físicas con gran capital generado en grandes empresas de otros sectores, las cuales canalizan sus ahorros como inversiones hacia el mercado inmobiliario. Algunos ejemplos de este grupo de inversores privados pueden ser Amancio Ortega, quien invierte a través de su propia sociedad gestora de inmuebles llamada Pontegadea y tiene mucho inmovilizado en ella en todo el mundo o Juan Roig, el máximo accionista y presidente de la cadena minorista Mercadona,



quien a través de su empresa Angels Capital S.L. ha invertido mucho en inmovilizados del sector.

4. ANÁLISIS DEL CROWDFUNDING INMOBILIARIO COMO ALTERNATIVA DE INVERSIÓN

Tal y como se ha comentado anteriormente, el crecimiento de la inversión crowdfunding ha dado lugar a una gran presencia de Plataformas de Participación Colectiva, inscritas en la CNMV en los últimos años. Sin embargo, para este trabajo se ha optado por seleccionar aquellas plataformas que actualmente tienen mayor presencia en el mercado del crowdfunding inmobiliario. Estas dos empresas son conocidas bajo los nombres de Urbanitae y Housers.

A partir de la información obtenida de la base de datos ORBIS y de los datos suministrados por dichas empresas en esta sección se realiza un análisis económico y financiero desde el año 2015 hasta el año 2021.

4.1 Plataforma de Participación colectiva

A continuación, se presentan las dos Plataformas de Participación Colectiva seleccionadas en este trabajo para analizar la inversión inmobiliaria. Estas dos empresas son Urbanitae y Housers, las cuales constituyen en España una de las mayores plataformas de crowdfunding especializadas en la inversión y gestión de proyectos inmobiliarios.

4.1.1 Urbanitae

Urbanitae Real Estate Platform Plataforma de Participación Colectiva es una entidad de crowdfunding creada en enero del año 2017 por Diego Bestard, un emprendedor con una gran trayectoria basada en el FinTech, y Jorge Gutierrez, quien tenía una gran experiencia en el manejo de Private Equity.

En Julio del 2019, esta plataforma consiguió la licencia de la CNMV de plataforma de participación colectiva para operar en abierto. Desde entonces, la plataforma ha conseguido realizar con éxito un gran número de proyectos, incrementando el importe de inversión rápidamente, batiendo récords de rapidez de inversión o aliándose con otras entidades como pueden ser MyInvestor o Andbank.

El proceso que se lleva a cabo es muy sencillo, aunque bastante estricto por parte de la CNMV, ya que Urbanitae, como cualquier Plataforma de Participación Colectiva no gestiona ni es depositario de los fondos de los inversores, por lo que el inversor debe abrir una cuenta en una entidad externa. Por parte de los proyectos de la plataforma, el promotor debe aportar la mayor documentación posible para poder cumplir con los requisitos de transparencia. En este caso, Urbanitae otorga a los inversores interesados la

documentación pertinente, un video donde se presenta el promotor, la idea de negocio y un apartado de números donde se detallan rentabilidades, estructuración o periodos, todo respaldado con documentación, como puede ser la licencia o el contrato de obra que verifiquen o den seguridad al proyecto.

Cuando los inversores aportan dinero para un proyecto, el dinero va a una sociedad independiente Special Purpose Vehicle (SPV), normalmente mediante la ampliación de capital, creada por el promotor exclusivamente para ese proyecto, con el fin de canalizar la inversión y de este modo aislar el proyecto y diversificar el riesgo para el inversor. Las SPV, son sociedades limitadas con el fin de constituir una empresa donde inicialmente no hay nada, siendo después de dicha ampliación que la empresa adquiere el activo, como puede ser el suelo en proyectos de nueva promoción. De esta manera también se está disminuyendo el riesgo de fraude ya que, tras la compra del suelo, el promotor no puede desaparecer con las cantidades recibidas.

Tras la constitución de la estructura financiera de la SPV, se pretende apalancar la operación con la entrada de una entidad de crédito tradicional. Los bancos no pueden entrar a financiar suelo desde la crisis financiera, solo pueden financiar la obra una vez que tiene 50% de preventas y licencias de obras. El porcentaje a apalancar por parte de la entidad del banco suele estar en torno al 40% del total, que suele estar ligada a la obra que se llevará a cabo. El proceso de inversión suele terminar con la venta de la obra finalizada. En dicha venta, se liquida la SPV creada y se devuelve al inversor su participación más una rentabilidad.

Dentro de Urbanitae podemos encontrar tres tipos de proyectos: de plusvalías, de deudas y de rentas:

- Los **proyectos de plusvalías** son aquellos en los que el inversor entra siendo parte del patrimonio neto del proyecto. En la mayoría de los proyectos de promoción nueva la empresa suele llevar a cabo el “proyecto mediante equity” (**Bestard, 2020**), de forma que el inversor suele mantener su inversión durante todo el proyecto.
- Los **proyectos de deudas** son aquellos en los que el inversor entra en el proyecto siendo acreedor. Un ejemplo de este tipo de proyectos lo realizó Urbanitae en Nerja (Málaga). El proyecto consistía en un préstamo a un promotor para la construcción de un inmueble, el cual se retrasó dos meses, pero la rentabilidad superó la prevista, logrando una rentabilidad de un 20% en 20 meses.
- Los **proyectos de renta** consisten en adquirir un activo y arreglarlo o construirlo para después arrendarlo, de forma que los inversores reciben esas rentas a modo de intereses. Sería algo así como "ser casero a gran escala", aludiendo a que el casero es la unión de muchos pequeños inversores (Bestard, 2020). Un ejemplo de este tipo de proyecto se realizó en el 2020, con la adquisición de un comercial en Getafe. Esta operación tuvo gran éxito y un riesgo mínimo, ya que el inmueble se encontraba arrendado a la cadena de suministros DIA.



4.1.2 Housers

Housers Global Properties es una plataforma intermediadora de fondos para el sector inmobiliario en materia de crowdfunding creada en 2015 por Tono Brusola y Álvaro Luna. Se caracteriza por ser la primera Plataforma de Financiación Colectiva en ser autorizada por la CNMV con un histórico actual de 43 proyectos con éxito, un total de 14,2 millones de euros y una TIR o Tasa Interna de Retorno media en torno al 8,5% (Housers, 2023).

Housers presenta varias similitudes con Urbanitae. En Housers el proceso comienza con la evaluación de expertos de los proyectos a promocionar, la creación de SPVs para la adquisición de fondos, la posterior disolución al fin de la fecha límite y la propia descripción de riesgos y mitigaciones que se resumen en garantizar la operación a través del propio inmueble. Asimismo, también Housers y Urbanitae comparten la misión de hacer accesible las rentabilidades esperadas del sector inmobiliario a la población.

En cuanto a algunas posibles diferencias entre ambas compañías, se puede destacar que Housers se dedica principalmente a proyectos de reforma de activos construidos para alquilarlos, mientras que Urbanitae está más centrada en los proyectos de equity (Bestard, 2020). Además, su creación fue anterior a la de Urbanitae, pero sigue atrayendo a muchos inversores, ya que la inversión mínima establecida por Housers es de 50€ mientras que la de Urbanitae es de 500€. Como contraparte y de manera negativa para el inversor, Housers cobra comisión en torno al 10% sobre los beneficios obtenidos, mientras que Urbanitae cobra una comisión en torno a un 5-6,5% sobre el levantamiento, la cual ya está integrada en la propia inversión del cliente. En términos de transparencia también hay aspectos a destacar, ya que la información aportada por Housers cumple los mínimos legales, mientras que Urbanitae proporciona una mayor cantidad y calidad de información tales como video-presentaciones o las muestras de los contratos firmados. Esto ha hecho que Housers sea el centro de atención de diversos escándalos a lo largo del tiempo (Morison ACPM, 2021). Por otro lado, y de manera innovadora, una de las principales ventajas de Housers sobre el resto de Plataformas de Participación Colectiva es la presencia de un mercado secundario integrado en su propio portal que permite deshacerse de posiciones tomadas, otorgando así a los aportantes de fondos una manera de liquidar su inversión.

4.2 Competidores de Plataformas de Participación Colectiva

Para seleccionar competidores potenciales de la inversión inmobiliaria a través del crowdfunding, se estudiaron y analizaron diferentes opciones y alternativas de inversión. Sin embargo, la opción de realizar comparaciones con entidades de crédito o grandes bancos de inversión ha sido descartada. Establecer una comparación entre las Plataformas de Participación Colectiva y las entidades de créditos no resulta efectiva, debido a que en muchas ocasiones los bancos y entidades de crédito toman posiciones en las inversiones y proyectos como parte del pasivo de la SPV, por lo que en estos casos la comparación

entre ambas entidades resulta muy complicada. Tampoco se ha considerado factible realizar una comparación entre las Plataformas de Participación Colectiva y los grandes bancos de inversión tipo BlackStone, Goldman Sachs o multinacionales de servicios de Real Estate como CBRE, ya que son entidades de poca transparencia que imposibilita dicha comparación. Por estas razones, las dos empresas elegidas para analizar realizar dicha comparación son la empresa Azora y la Inmobiliaria Colonial.

4.2.1. Azora

Azora Capital es una empresa creada en el 2003 en España enfocada en la gestión de inversiones de activos reales, que ha experimentado un crecimiento exponencial hasta llegar a recaudar un total de 6.300.000.000€ y gestionar 9.200 millones de euros en forma de activos. Entre estos activos destacan hoteles, oficinas, residencias para la tercera edad e incluso plantas de energía renovables tanto a nivel nacional como internacional con presencia europea y estadounidense (Azora, 2023).

Azora es una sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectivas, reguladas por la CNMV que se encarga de gestionar Sociedades de Inversión Inmobiliaria, ya que su proceso es similar a la mencionada en el caso de Urbanita mediante la creación de SPV para canalizar la inversión. Estas similitudes con las plataformas de crowdfunding inmobiliario facilitan la comparabilidad entre este tipo de empresas.

4.2.2. Inmobiliaria Colonial

Inmobiliaria Colonia es una SOCIMI española dedicada al sector inmobiliario, con diferentes servicios como son la promoción, la inversión y la gestión de inmuebles, principalmente de carácter comercial y oficinas. Fue fundada en 1946 con el objetivo de gestionar las propiedades del Banco Hispano Colonial (Inmocolonial, 2023)

A pesar de su crecimiento a partir de su constitución debido a diversos hechos relevantes como, por ejemplo, la expansión del propio sector inmobiliario en los años 60 con la creación de lo que ellos denominaron “Barcelona 2”, un territorio de más de mil alojamientos gestionados por la propia empresa, o la entrada de La Caixa como parte del accionariado, Inmobiliaria Colonial también tuvo que afrontar varios baches económicos debido a diferentes problemas financieros. En 2008 sufrió una gran caída debido al estallido de la burbuja inmobiliaria y la crisis financiera internacional. Sin embargo, la inyección monetaria por parte de un fondo de inversiones y la venta de parte de sus activos han hecho posible que la empresa continúe en funcionamiento, siendo una de las principales empresas de carácter inmobiliario en España.

4.3 Principales resultados obtenidos

Como ya se comentó en los objetivos, el periodo de análisis establecido en esta investigación comprende desde el año de publicación de la Ley de Fomento Empresarial, el año 2015, hasta la fecha de publicación de los últimos estados financieros. Sin embargo,



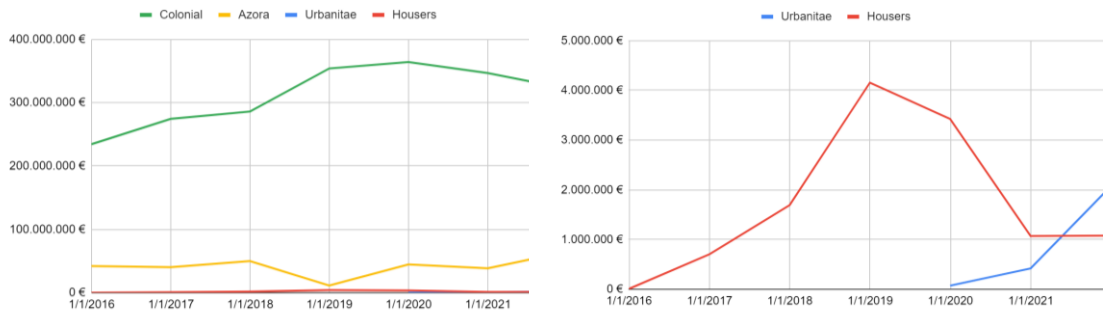
lo más destacable es la falta de datos de Urbanitae, debido a que a pesar de ser una de las plataformas pioneras en inmovilizado, es una empresa de reciente constitución y no se han podido obtener datos durante todo el periodo objeto de estudio. No obstante, y dado que es una compañía de gran transparencia e importancia dentro del crowdfunding inmobiliario, se ha decidido mantenerla en este análisis.

Para llevar a cabo esta investigación, en primer lugar, se ha buscado bibliografía existente sobre ratios en el sector inmobiliario (Giner & Gill, 2013; Roig, 2015). Principalmente dentro de esta literatura, el análisis se ha centrado en aquellos ratios que se calculan a partir de los estados contables y financieros, ya que los ratios bursátiles, a pesar de que se ha visto que son más usados en el sector inmobiliario y construcción, no sirven para la comparación.

El tamaño de las empresas es uno de los aspectos a analizar teniendo en cuenta la literatura consultada. Para ello, se ha tratado de comprobar el tamaño de la empresa tanto en términos de generación de ingresos como en activos totales. En estos dos aspectos las diferencias entre todas las compañías son bastante grandes. De hecho, las cifras que alcanza Inmobiliaria Colonial son tan grandes que apenas permiten distinguir los valores de Urbanitae y Houser (véase Gráficos 4 y 5). Debido a esto, y para facilitar la visualización de los resultados de las Plataformas de Participación colectiva, las figuras anteriores muestran un subgráfico que contiene únicamente los resultados de estas compañías.

De manera general, la empresa que obtiene mayores ingresos es el grupo Inmobiliaria Colonial, seguida por Azora, Housers y Urbanitae. No obstante, Urbanitae ha adelantado en términos de ingresos a Housers durante el último periodo considerado. Este resultado puede ir ligado a que la única línea de ingresos en estas empresas está asociada a la comisión de éxito o de levantamiento de proyecto respectivamente, mientras que las otras sociedades sí pueden recibir ingresos por los servicios que generan y por su integración en el proyecto promotor. Asimismo, es conveniente recordar que los ingresos de las SOCIMI pueden estar vinculados a una mayor presencia de activos en comparación con las Plataformas de Participación Colectiva.

Gráfico 4. Ingresos totales de las entidades seleccionadas (en euros)



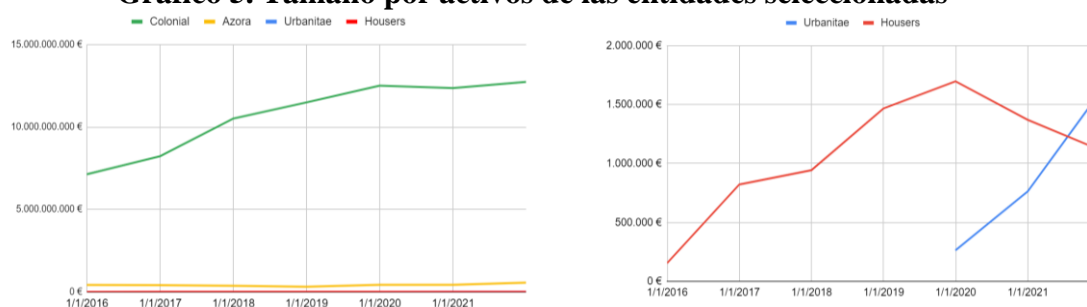
Fuente: Elaboración propia a través de datos financieros recogidos a través de la base de datos Orbis.

Por otra parte, y aunque como se ha comentado anteriormente los grupos inmobiliarios tradicionales presentan un gran volumen de ingresos. Asimismo, en los últimos años las Plataformas de Participación Colectivas han experimentado un fuerte crecimiento. Algunos de los motivos de este gran crecimiento pueden ser la inclusión del pequeño inversor en su modelo de negocio, el cual, a pesar de no aportar o generar grandes cantidades de ingresos, supone un gran número de aportaciones. Otro de los motivos que explican estas diferencias, puede estar ligado a que muchas de las Plataformas de Crowdfunding aún se encuentran en fase de crecimiento o expansión mientras que las SOCIMI ya han alcanzado una fase de madurez, siguiendo el modelo clásico del ciclo de vida de Levitt (1965). Fijándose únicamente en las Plataformas de Participación Colectiva, se puede ver en el Gráfico 4 que los ingresos siguen un mismo patrón desde el año 2019, (año a partir del cual Urbanitae comienza a ofrecer información). No obstante, los ingresos de Housers han experimentado un descenso considerable a finales de 2020 lo cual puede deberse a la crisis financiera derivada de la COVID-19, cuyas consecuencias han afectado a las entidades de crowdfunding. Otra razón pueden ser los diferentes casos de escándalos en los que se ha visto envuelta la compañía.

Con relación al tamaño, también se ha tomado el valor de los activos totales para comprobar si difiere mucho de la generación de ingresos de cada una. Sin embargo, se observa un comportamiento bastante similar a las de los ingresos, donde destacan las SOCIMI y el receso en los últimos dos años del tamaño de Housers (véase Gráfico 5).



Gráfico 5. Tamaño por activos de las entidades seleccionadas



Fuente: Elaboración propia a través de datos financieros recogidos a través de la base de datos Orbis.

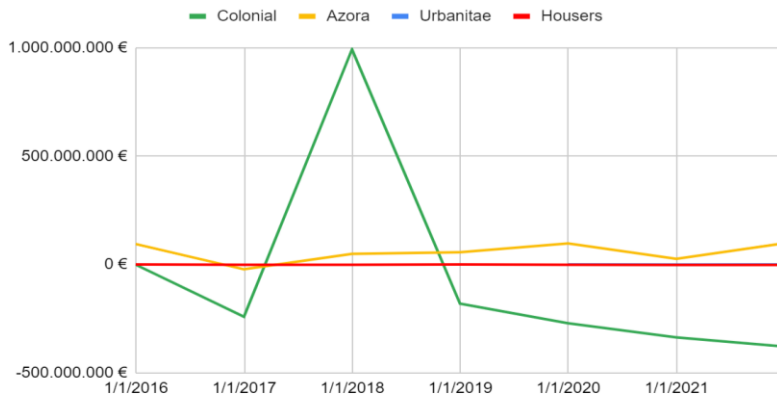
Para tratar de evaluar la situación económica y financiera de estas empresas se ha partido de los ratios que también se han observado en la literatura anteriormente mencionada, que son los ratios de liquidez, de endeudamiento, de solvencia y de rentabilidad. Además, para tratar de concretar en este tipo de ratios, comprenderlos mejor y usar una literatura más actual en lo referente a la materia técnica de estos ratios, se ha realizado el estudio siguiendo el manual académico de Análisis de la empresa a través de la información contable (Somoza López, 2020).

93

Para comprobar el estado de la liquidez o solvencia a corto plazo se ha elegido calcular el fondo de maniobra como la resta de los activos y los pasivos corrientes. Frente a este simple indicador también se propone el ratio de solvencia o coeficiente de liquidez, en que se usan las mismas variables, pero siendo los activos corrientes el numerador y los pasivos no corrientes el denominador. Sin embargo, para este trabajo se ha utilizado el fondo de maniobra ya que los resultados obtenidos son más visuales.

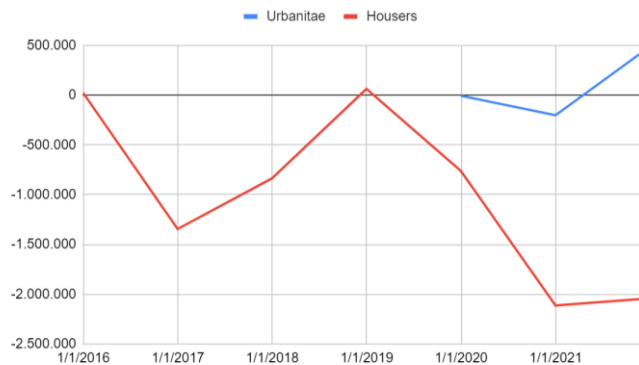
Los datos contenidos en Gráfico 6 muestran que el tamaño de las entidades es diferente entre sí. Por este motivo, el análisis del fondo de maniobra de estas empresas se representa de forma separada en dos gráficos (véase Gráficos 6 y 7). En ellos se puede apreciar que el fondo de maniobra de Inmobiliaria Colonial alcanzó su máximo en el año 2018, fecha a partir de la cual sufrió una gran caída. Lo mismo ocurre con el fondo de maniobra de las plataformas Housers y Urbanitae (véase Gráfico 7), las cuales llegan a alcanzar unas cifras negativas que rondan 2.000.000 y 500.000 euros, respectivamente.

Gráfico 6. Fondo de maniobra de las entidades seleccionadas



Fuente: Elaboración propia a través de datos financieros recogidos a través de la base de datos Orbis.

Gráfico 7. Fondo de maniobra de las Plataformas de Participación Colectiva seleccionadas (en euros)



Fuente: Elaboración propia a través de datos financieros recogidos a través de la base de datos Orbis.

Atendiendo y profundizando más en el ratio de liquidez, también se ha decidido por llevar calcular el test ácido o *acid test*, un ratio que se compone de la tesorería, las inversiones financieras a corto plazo y las cuentas a cobrar como parte del numerador. Es decir, la parte disponible del activo dividido entre el pasivo circulante. De esta manera se dispone de información acerca de los activos más líquidos a disposición de la empresa como parte de su activo corriente para hacer frente a las deudas de corto plazo ya que, en empresas de gran tamaño, el activo corriente puede estar compuesto por muchas demás cuentas que no sirven realmente para ver la liquidez. Atendiendo a los datos de la Tabla 1, se puede apreciar que existe una cierta irregularidad por parte de todas las empresas seleccionadas. Atendiendo al año 2021, pueden plantarse problemas de liquidez en estas empresas, ya que sus ratios, (a excepción de Urbanitae) alcanzan valores por debajo del 100%.



Tabla 1. Comparación de la prueba ácida entre las entidades seleccionadas.

	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Colonial	35,70%	42,35%	28,76%	18,15%	478,00%	23,40%	59,78%
Azora	47,42%	50,31%	73,07%	19,36%	28,64%	48,51%	63,31%
Urbanitae	200,51%	40,22%	29,06%				
Housers	12,44%	7,80%	22,43%	106,87%	22,70%	14,14%	247,03%

Fuente: Elaboración propia a través de datos financieros recogidos a través de la base de datos Orbis.

Para llevar a cabo el cálculo del ratio de endeudamiento, se ha optado por calcular el coeficiente resultante de tomar como parte del numerador los recursos ajenos con coste de financiación, y en el denominador el patrimonio neto. Este ratio indica que a medida que su valor aumenta, también lo hace la parte de la empresa que está financiada por los acreedores. En general, parte de la literatura financiera y económica destaca que los valores recomendados de este ratio oscilan entre las siguientes cifras: 40% y 60%. Por lo que, teniendo en cuenta estos valores, las entidades Inmobiliaria Colonia y Urbanitae presentan un nivel de endeudamiento equilibrado para el año 2021 (véase Tabla 2). En el caso de Azora, el ratio alcanza un valor próximo al 29%, lo que indica que la entidad tiene en exceso de fondos propios.

95

Tabla 2. Comparación del ratio de endeudamiento entre las entidades seleccionadas

	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Colonial	60,61%	64,24%	60,01%	72,95%	72,64%	89,93%	86,57%
Azora	29,08%	38,94%	28,68%	50,63%	116,90%	139,32%	151,43%
Urbanitae	41,46%	80,77%	193,26%				
Housers	-4,91%	-9,01%	167,53%	175,45%	-86,29%	-5,89%	8,78%

Fuente: Elaboración propia a través de datos financieros recogidos a través de la base de datos Orbis.

En cuanto al análisis de solvencia a largo plazo, se ha optado por analizar el ratio de autonomía financiera que tiene en cuenta los capital permanentes en relación con la cifra de patrimonio neto y del pasivo que presenta la empresa. En general, es deseable que este ratio alcance valores altos. Durante el período analizado, una de las empresas que muestra una mayor estabilidad financiera es Azora, cuyas cifras se sitúan por encima del 65% en todos los períodos analizados. Asimismo, también es reseñable el caso de Urbanitae, que durante el año 2021 ha experimentado un gran crecimiento. Finalmente, las cifras negativas de Housers indican fuerte dependencia de esta empresa de los acreedores especialmente durante los últimos años (véase Tabla 3).

Tabla 3. Comparación del ratio de autonomía financiera entre las entidades seleccionadas

	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Colonial	62,10%	61,01%	62,39%	56,97%	56,30%	54,88%	53,16%
Azora	66,09%	77,27%	74,62%	68,85%	80,26%	87,58%	83,63%
Urbanitae	71,78%	55,32%	34,10%				
Housers	-112,62%	-67,30%	38,72%	54,06%	-21,41%	-95,20%	89,13%

Fuente: Elaboración propia a través de datos financieros recogidos a través de la base de datos Orbis.

A continuación, se va a realizar un análisis de los ratios de rentabilidad de las empresas seleccionadas a través el cálculo del ROE y ROA. Los datos contenidos en la Tabla 4 muestran grandes diferencias entre las SOCIMI elegidas y las Plataforma de Participación Colectiva. En el caso de las SOCIMI se aprecian cambios en los ratios mucho más estables que en las Plataforma De Participación Colectiva. En cambio, Azora presenta unos cambios más volátiles que Colonial.

96

La clara inestabilidad y deficiencia de los ratios de rentabilidad calculados de las plataformas vienen motivadas principalmente por las pérdidas. Sin embargo, hay que tener en cuenta que un elevado ROE como el que se comprueba en la Tabla 4 no es un indicio de una elevada rentabilidad de los accionistas, sino que es debido a que tanto el resultado como el patrimonio neto son negativos. Lo que presentan estos datos tan inverosímiles señalados en rojo es una gran pérdida con relación al dinero aportado por los socios.



Tabla 4. Ratios de rentabilidad de las entidades seleccionadas

	ROE						
	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Colonial	6,6	0,04	11,88	8,6	12,02	6,83	12,04
Azora	14,72	-5,93	23,35	3,97	-16,34	-0,72	14,71
Housers	95,60	153,48	-3,1	-175,18	398,99	263,39	-91,56
Urbanitae	-19,1	-124,2	-323,67				
	ROA						
	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Colonial	3,72	0,02	6,61	4,57	6,5	3,33	5,83
Azora	7,59	-3,55	14,93	1,8	-5,94	-0,26	4,6
Housers	-111,66	-110,30	-0,61	-34,52	-299,26	-250,76	-81,61
Urbanitae	-13,5	-68,71	-110,37				

Fuente: Elaboración propia a través de datos financieros recogidos a través de la base de datos Orbis.

97

Con el objetivo de comprender aún más los ratios de solvencia y de rentabilidad analizados anteriormente, se ha estudiado de forma separada el patrimonio neto de las Plataformas de Participación Colectiva del resto de entidades seleccionadas. De esta manera se ve que la solvencia de Urbanitae crece mediante la cuenta “*otras aportaciones de fondo de accionistas*”, mientras que en el caso de Housers, únicamente la solvencia representada por las aportaciones de socios es constante en el tiempo. Por tanto, se puede decir que se confirma que el ratio de solvencia es bastante volátil.

Finalmente se ha querido profundizar un poco más en las cuentas anuales de las Plataformas de Participación Colectiva para poder averiguar las razones de las divergencias entre los datos observados. Atendiendo a las Cuentas de Pérdidas y Ganancias de Housers y Urbanitae, se puede comprobar que dichas plataformas no han obtenido beneficios desde la constitución y que las pérdidas están principalmente generadas por gastos de explotación, las cuales sobrepasan en gran medida al ingreso de cada plataforma (véase Tabla 5).

Tabla 5. Ingresos, gastos de explotación y resultado de Housers y Urbanitae (en €)

Housers							
	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingreso operativo	1 076 879	1 069 850	3 424 632	4 154 317	1 691 556	702 086	7 246
Gastos de personal	756 497	958 158	1 431 964	1 561 592	1 634 198	588 730	24 389
Otros gastos de explotación	-1 392 638	-1 388 624	-886 161	-2 102 934	-2 685 221	-2 133 357	-136 792
Pérdidas/Ganancias del periodo	-1 245 483	-1 510 887	-10 332	-506 154	-2 820 790	-2 059 721	-125 619

Urbanitae			
	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Ingreso operativo	2 347 841	514 160	80 323
Gastos de personal	953 808	602 182	274 375
Otros gastos de explotación	-1 320 550	-497 983	-144 035
Pérdidas/Ganancias del periodo	-244 715	-643 022	-326 131

98

Fuente: Elaboración propia a través de datos financieros recogidos a través de la base de datos Orbis.

Asimismo, teniendo en cuenta otras partidas de las cuentas anuales y a la información legal obtenida a través de la base de datos de Orbis, se puede comprobar que concretamente la plataforma Housers sigue adelante mediante la concesión constante de diversos préstamos por parte de varios Ministerios o del Instituto de Crédito Oficial. Sin embargo, estas prestaciones en forma de deuda están incrementando los gastos financieros, llegando a ser bastante superiores al EBIT.

5. CONCLUSIONES

A lo largo del presente trabajo se ha profundizado en la estrategia de financiación alternativa conocida como crowdfunding. En particular, la investigación realizada se ha centrado en analizar y comparar la situación de las plataformas de financiación participativa en el sector inmobiliario en relación con la inversión inmobiliaria tradicional. Las principales conclusiones alcanzadas a lo largo de la investigación presentada en este trabajo pueden resumirse en los siguientes puntos que tratan de responder las preguntas establecidas al comienzo del trabajo:

- Los datos analizados muestran una evolución favorable del crowdfunding en términos de recaudación. Cada vez más familias, empresas e instituciones optan por este tipo de inversión para canalizar sus ahorros tal y como se ha podido observar a lo largo de



este trabajo. Debido, en otras razones, al deseo de los pequeños inversores de recibir una rentabilidad fija y segura.

- Los datos analizados en este trabajo han mostrado una cierta estabilización de las rentabilidades obtenidas por las plataformas de crowdfunding en los últimos años. No obstante, hay que tener en cuenta que, aunque gran cantidad de inversiones de crowdfunding han acabado en éxito y han obtenido cuantiosas rentabilidades, no siempre los resultados de estas inversiones se trasladan automáticamente a la cuenta de resultados de estas plataformas, las cuales pueden presentar pérdidas y rentabilidades negativas.
- La supervivencia de las Plataformas de Participación Colectiva españolas va ligada a la concesión de créditos por parte del Estado para hacer frente los gastos operativos, los cuales pueden ser superiores a los ingresos de algunas de estas compañías. Así, se ha observado que el principal problema de las Plataformas de Participación Colectiva en relación con el resto de las entidades analizadas son sus ingresos, los cuales provienen principalmente de servicios de intermediación.
- Tras la comparación realizada entre las entidades elegidas, la conclusión principal es que el crowdfunding sigue siendo un sector joven y en expansión comparado con el resto de los mercados relacionados con la financiación del sector inmobiliario.
- Asimismo, la bibliografía y los datos analizados en este trabajo muestran la existencia de un nuevo nicho de negocio e inversión en el mercado inmobiliario a través del crowdfunding, ya que hace unos años, los pequeños inversores no podían realizar fácilmente inversiones en propiedades inmobiliarias. Sin embargo, la introducción de este tipo de plataformas amplía sus posibilidades de inversión en ese sector a través de pequeños desembolsos. Por lo que el crowdfunding parece que se consolida en relación con otro tipo de inversores más tradicionales.

99

Por último, una de las limitaciones de este trabajo ha sido no disponer de una amplia base de datos de la empresa Urbanitae, ya que la empresa comenzó a facilitar datos e información en el año 2019. Por ello, una posible línea de investigación futura de este trabajo podría ser realizar un análisis financiero más en los próximos años, atendiendo además al gran cambio en el marco legal que se están implantando en los diferentes países para tratar de regular las Plataformas de Participación Colectiva teniendo en cuenta la Regulación Europea en base a la “Unificación de Mercados de Capitales”.

BIBLIOGRAFÍA

ÁLVAREZ ALBA, J. (2017). “Crecimiento y estallido de la burbuja inmobiliaria en España: causas y consecuencias”, *Cuadernos del Tomás*, 9, 17-34.

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE FUNDRAISING (2013). *Crowdfunding. Financiación colectiva en clave de participación*. https://hazrevista.org/wpcontent/uploads/Crowdfunding_financiacion_colectiva.pdf [Consulta: 26-03-2023].

Azora (2023). *¿Quiénes somos -Azora-?*. <https://www.azora.es/quienes-somos/>. [Consulta: 26-03-2023].

BESTARD, D. (Presentador). (15 noviembre 2020). #10 Crowdfunding Inmobiliario: Urbanitae Diego Bestard [Audio podcast]. https://open.spotify.com/episode/4e4Sz4XWXcpwto2b8cyYjz?si=hx-7r8uBRBOOj9G7G5GZMQ&utm_source=copy-link [Consulta: 26-02-2023].

100

CAMACHO CLAVIJO, S. (2016). “El Crowdfunding: Régimen jurídico de la financiación participativa en la ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo* 17, 85-115.

FERNÁNDEZ LUNA, M. (2016). *Análisis de la crisis del sector inmobiliario en España (2007-2013)* (Tesis Doctoral, Universidad de Sevilla). <https://idus.us.es/handle/11441/40341> [Consulta: 26-03-2023].

GUZMÁN RAJA, I. (2014). “El crowdfunding: una alternativa de financiación en tiempos de crisis”, *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, 106, 17-20.

HOUSERS (2023). *Primera plataforma paneuropea de inversión en activos inmobiliarios*. <https://www.housers.com/es/quienes-somos> [Consulta: 26-03-2023].

INMOCOLONIAL (2023). *Colonial de un vistazo Plataforma sin igual de Oficinas “Prime”* https://www.inmocolonial.com/compania/colonial-de-un-vistazo?_gl=1%2A15if2w7%2A_up%2AMQ..%2A_ga%2AMTIwNzYxNDUzLjE2ODQ0MzM2OTg.%2A_ga_HGQ4EV0Y42%2AMTY4NDQzMzY5Ny4xLjEuMTY4NDQzMzY5OS4wLjAuMA [Consulta: 26-03-2023].

INSTITUTO NACIONAL ESTADÍSTICA (2023). *Banco de series temporales*. Serie IPV949. Recuperado de: <https://www.ie.es/consul/serie.do?d=true&s=IPV949> [Consulta: 11/04/2023]



JEFATURA DEL ESTADO (2015, abril 28,) Ley 5 /2015 *Fomento de financiación empresarial*. BOE-A-2015-4607 <https://www.boe.es/eli/es/l/2015/04/27/5/con> [Consulta: 26-03-2023].

JEFATURA DEL ESTADO (2022, septiembre 29) Ley 18/2022 *Creación y crecimiento de empresas*. BOE-A-2022-15818 <https://www.boe.es/eli/es/l/2022/09/28/18/con> [Consulta: 26-03-2023].

GINER, B., Y GILL DE ALBORNOZ, B. (2013). “Predicción del fracaso empresarial en los sectores de construcción e inmobiliario: Modelos generales versus específicos”, *UCJC Business and Society Review* (formerly known as *Universia Business review*),³ (39). <https://journals.ucjc.edu/ubr/article/view/889> [Consulta: 26-03-2023].

KALLIO, A., Y VUOLA, L. (2020). History of crowdfunding in the context of ever-changing modern financial markets. In *Advances in Crowdfunding*. Palgrave Macmillan, pp. 209-39.

LEVITT, T. (1965). “Exploit the product life cycle”, *Harvard Business Review*, 43(6), 81-94.

LÓPEZ ORTEGA, R. (2016). “Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 35(144), 83-106.

LÓPEZ ORTEGA, R. (2021). “Las plataformas de financiación participativa a la luz de la nueva regulación europea del crowdfunding. (El Reglamento UE 2020/1503, de 7 de octubre de 2020, sobre los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas)”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 40(162), 155-204.

MARTI, J., Y BALBOA, M. (2006). “Self-regulation in European venture capital and private equity markets”, *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 6(4-5), 395-411.

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

MORISON ACPM (2021) Informe de auditoría de cuentas anuales abreviadas emitido por un auditor independiente correspondientes al ejercicio 2020 de la sociedad “Housers Global Properties, PFP, S.L.U.” Núm. 01/21/19090

PARLAMENTO EUROPEO Y EL CONSEJO (2020, octubre 7) Relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937.

RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T. (2014). “El crowdfunding como mecanismo alternativo de financiación de proyectos”, *Revista Crítica de Derecho Privado 11*, pg. 617-646.

ROIG HERNANDO, J. (2015). *Análisis e inversión en el mercado inmobiliario desde una perspectiva conductual*. (Tesis Doctoral, Universitat Politècnica de Catalunya). <https://www.tdx.cat/handle/10803/288316#page=1> [Consulta: 22-05-2023].

RUBIO MARTÍN, G. (2020). “Análisis del crowdfunding en España: una nueva herramienta social para fomentar la sostenibilidad”, *Revista de Estudios Cooperativos REVESCO*. Nº 135, pg. 61-70.

RUIZ DE LA TORRE, R. (2017). *La financiación alternativa y la empresa familiar. Empresa familiar: análisis estratégico*. Ediciones Deusto. pg. 327-356.

SÁNCHEZ BALLESTEROS, A. (2018). *Crowdfunding Inmobiliario: una alternativa de inversión. El caso Housers*. (Trabajo Fin de Grado. Universidad de Comillas). <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/19113> [Consulta: 20-06-2023].

SOMOZA LÓPEZ, A. (2020). *Análisis de la empresa a través de la información contable*. Editorial Pirámide.

UNIVERSO CROWDFUNDING (2022). *Informe anual: Financiación participativa (Crowdfunding) en España 2021*. Universo Crowdfunding.

ZIEGLER, T et al (2021). *The 2nd global alternative finance market benchmarking report*. Cambridge Center for Alternative Finance.

