

Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)*

Fernando Zunzunegui**

RESUMEN

El presente artículo analiza las plataformas de financiación participativa objeto de la ley de fomento de la financiación empresarial. Se estudian los antecedentes con referencias al Derecho comparado, y se analiza su naturaleza y régimen jurídico como nuevo intermediario financiero sometido a normas de conducta. Tras este análisis se valora la oportunidad y el alcance de la nueva regulación.

Palabras clave: plataformas de financiación participativa, banca en la sombra, protección del inversor.

ABSTRACT

This article analyses crowdfunding platforms object of Title V, Act 5/2015 of April 27, on Promoting Business Finance, a Title known as the "Spanish Crowdfunding Act". It studies the background with references to comparative law. Its nature and its legal system are also analysed as a new financial intermediary subject to rules of conduct. Following this analysis the paper assesses the timing and scope of the new regulation.

Keywords: crowdfunding platforms, shadow banking, investor protection.

Sumario

I. NOCIONES GENERALES. II. ANTECEDENTES. III. NOCIÓN Y RÉGIMEN. 1. Noción legal. 2. Servicios de las plataformas. 3. Territorialidad. 4. Reserva de actividad y denominación. 5. Autorización y registro. IV. NATURALEZA JURÍDICA. V. DISTINCIÓN DE FIGURAS AFINES. VI. LOS CLIENTES. 1. Concepto de promotor. 2. Concepto de inversor. VII. LOS PROYECTOS. 1. Tipos de proyectos por la modalidad de la financiación. 1.1. Financiación participativa a través de valores. 1.2. Financiación participativa a través de préstamos. 2. Límites a los proyectos. 3. Límites a la inversión. 4. Información sobre los proyectos. 4.1. Requisitos de información aplicables a los préstamos. 4.2. Requisitos de información aplicables a los valores. VIII. NORMAS DE CONDUCTA. 1. Clasificación del inversor. 2. Obligaciones de información. 3.

* Este artículo es una versión actualizada de la ponencia "Entidades que operan fuera del sistema bancario ordinario", presentada en la Jornada sobre Shadow Banking celebrada en Valencia el 3 de octubre de 2014, organizada por ANSOFI y el Departamento de Derecho Mercantil «Manuel Broseta» de la Universidad de Valencia, siendo las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) la principal manifestación del *shadow banking*, como alternativa a la financiación bancaria desde abajo.

** Profesor Contratado Doctor por la ANECA, profesor de Derecho del Mercado Financiero en la Universidad Carlos III de Madrid.

Conflictos de interés. 4. Proyectos vinculados y comercialización. IX. RÉGIMEN DE SUPERVISIÓN, INSPECCION Y SANCIÓN. X. REFLEXIÓN FINAL. Bibliografía.

I. NOCIONES GENERALES

Las nuevas tecnologías permiten crear por internet plataformas que ponen en contacto a los promotores de proyectos que necesitan financiación con ahorradores dispuestos a asumir un riesgo a cambio de una remuneración. Este fenómeno del *crowdfunding* se ha generalizado y tiene su mayor desarrollo en países bancarizados como España en los que el crédito bancario ha tenido un mayor deterioro como consecuencia de la crisis, en especial para las pymes que se han visto obligadas a buscar fuentes alternativas de financiación.¹

El *crowdfunding* consiste en la oferta de valores o préstamos para financiar un proyecto en internet. Constituye un mecanismo de canalización directa del ahorro a la inversión productiva complementario al que tiene lugar a través de las bolsas y demás mercados regulados. La función que cumplen es la misma que los intermediarios tradicionales, pero lo hacen de formar distinta y más eficiente.² La sabiduría de las masas del *crowdfunding* confirma que el mercado es el mejor mecanismo de asignación del ahorro a la inversión. Internet permite desarrollar portales que, al margen de las ofertas públicas de valores sometidas al control de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), intermedian entre las empresas que buscan financiar sus proyectos y los ahorradores que desean invertir en las mismas. Surgen así las plataformas de financiación participativa (PFP) que ponen en contacto a los promotores de estos proyectos con los inversores que desean financiarlos. Es un mecanismo flexible que admite todo tipo de productos financieros. Para captar la financiación pueden utilizarse, además de valores negociables como las acciones o las obligaciones, las participaciones en sociedades limitadas. La diferencia está en la falta de negociación en un mercado secundario. Frente a las bolsas que son mercados de negociación, las PFP son meros intermediarios entre promotores e inversores, y no garantizan la existencia de un mercado secundario. Utilizan productos que no son valores negociables, como por ejemplo las participaciones sociales. Admiten incluso simples préstamos como vehículo para la financiación participativa. Junto a las plataformas que utilizan los valores como objeto de la contratación (*equity-based*

¹ Cfr. MENÉNDEZ, Álvaro y MULINO, Maristela: "Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa según la encuesta semestral del BCE", *Boletín Económico*, Banco de España, febrero 2015, pág. 52).

² En palabras de Teresa RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL: "El *crowdfunding* crea valor porque consigue superar la simple emulación funcional de los modelos de financiación existentes" (en "Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: Concepto y funciones", *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 15, 2014, pág. 3 de la versión electrónica).

crowdfunding), aparecen las que intermedian entre prestamistas y prestatarios (*lending-based crowdfunding*). Su función económica es la misma, a saber, poner en contacto a los promotores con los ahorradores. Lo que cambia es el producto utilizado para formalizar la financiación, en un caso los valores y en otro los préstamos. Son iniciativas que han buscado evitar la aplicación de la legislación financiera con el fin de reducir costes de cumplimiento normativo y dar un servicio más eficiente al usuario. Por esta razón, se eluden proyectos que supongan la emisión de valores negociables que constituyan oferta pública y se acude a la financiación a través de préstamos o de productos que no tengan la consideración de valores negociables.³

La importancia creciente de este fenómeno aconseja su regulación para dar seguridad a los portales que gestionan esta nueva vía de financiación manteniendo la protección de los clientes y la seguridad del mercado financiero en su conjunto. Las plataformas quieren operar sin el riesgo de ser tachadas de chiringuitos financieros. En este sentido, conviene aclarar el ámbito de las normas de ordenación y de disciplina del mercado financiero. Las actividades financieras se someten a reserva legal o supervisión administrativa con el fin de garantizar una eficiente asignación del ahorro a la inversión y proteger a los inversores. Las ofertas públicas de valores requieren un folleto registrado en la CNMV. Se someten al título sobre el mercado primario de la Ley del Mercado de Valores (LMV). Asimismo, conviene precisar el alcance de las normas de conducta protectoras del cliente financiero. Por otro lado, los ahorradores deben conocer que el *crowdfunding* es un mecanismo de inversión alternativo a la banca y la bolsa, en el que se asumen riesgos específicos y con distinta tutela del cliente. Las emisiones objeto de los proyectos de *crowdfunding* carecen de folleto y de registro en la CNMV. Además, no hay fondo de garantía de depósitos o de inversiones que cubra las pérdidas de las operaciones intermediadas por las plataformas de financiación participativa. En suma, hay que proteger al inversor del riesgo de insolvencia del promotor más elevado en empresas de nueva creación, del riesgo de iliquidez propio de los productos no negociables y del riesgo de fraude que acompaña a toda novedad financiera, al ser el *crowdfunding* una nueva figura poco conocida y pendiente de fijar sus contornos.

A su vez, la banca y la bolsa se enfrentan a un mecanismo alternativo cuya concurrencia en el mercado deber ser leal.⁴ En este sentido, sería desleal que las plataformas ganaran cuota de mercado por la existencia de lagunas legales, es decir, que se aprovecharan de la falta de

³ Según ESMA, “Many platforms seem to be structuring business models so as to avoid MiFID requirements” (en *Advice Investment-based crowdfunding*, ESMA/2014/1560, 18 December 2014, p. 5).

⁴ La industria bancaria lo contempla como “un elemento disruptivo en un escenario donde la banca tradicional estaba acostumbrada a estar prácticamente sola” (cfr. CUESTA SAINZ, Carmen; FERNÁNDEZ DE LIS, Santiago; ROIBAS, Irene; RUBIO, Ana; RUESTA, Macarena; TUESTA, David; y URBIOLA, Pablo: “Crowdfunding en 360º: alternativa de financiación en la era digital”, *BBVA Research, Observatorio de Economía Digital*, 28 de octubre de 2014. Disponible en https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/01/Observatorio_crowdfunding.pdf).

protección del cliente o de la ausencia normas de solvencia de las plataformas para ganar mercado.

Por todas estas razones, se impone una regulación del *crowdfunding*. En España, el estatuto de las plataformas de financiación participativa se ha incluido en el título V de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, título conocido como «Ley del Crowdfunding».⁵ Antes de comenzar el análisis del marco legal, se describen los antecedentes del *crowdfunding* y las alternativas para su regulación. A continuación se analiza el régimen de la Ley de fomento de la financiación empresarial con un examen de los seis capítulos del título dedicado a las plataformas de financiación participativa. Dicho examen comienza por la noción legal y el régimen de acceso al mercado de las plataformas. Seguidamente se analizan las normas de conducta, el régimen de los promotores y de los proyectos, y la protección del cliente inversor, para terminar con una breve referencia al régimen sancionador. El artículo concluye con unas reflexiones finales sobre el régimen legal de las plataformas.

II. ANTECEDENTES

El *crowdfunding* es una materia nueva con un desarrollo exponencial.⁶ Surge como una variante del *crowdsourcing*, puesta en contacto a través de internet de la gente interesada en contribuir a la realización una obra, cuya principal manifestación es Wikipedia.⁷ Frente a este tipo de iniciativas culturales, los portales de financiación permiten acudir a la gente para financiarse. Cualquiera con una buena idea puede convertirse en empresario, y cualquiera con unos pocos euros puede convertirse en inversor.⁸ Nacen vinculados a proyectos concretos del ámbito de caridad o de la cultura, instrumentados a través de donaciones o de pequeñas recompensas, pero con la oferta de una remuneración entran en el mercado financiero.

La financiación remunerada puede ser instrumentada a través de préstamos o de valores en el ámbito de las reservas legales sobre las distintas actividades financieras. La intermediación entre prestamistas y prestatarios tiene como límite la reserva legal a favor de la banca sobre la captación de fondos reembolsables de público. A su vez, la financiación participativa a través de valores debe respetar la normativa de las ofertas públicas que exige registrar un folleto, y la

⁵ Comentado en ZUNZUNEGUI, Fernando: “Crowdfunding sin Ley de bienvenida”, *El País*, 17 de abril de 2015. Disponible en http://economia.elpais.com/economia/2015/04/16/actualidad/1429195565_310699.html.

⁶ Siendo España con 34 el segundo país europeo con más plataformas tras el Reino Unido, según Robert WARDROP, Bryan ZHANG, Raghavendra RAU and Mia GRAY, *Moving Mainstream. The European Alternative Finance Benchmarking Report*, February, 2015, p. 14.

⁷ Vid. HOWE, Jeff: *Crowdsourcing: Why the Power of the Crowd Is Driving the Future of Business*, New York, 2009, pp. 57-61.

⁸ Vid. BRADFORD, C. Steven: “Crowdfunding and the federal securities laws”, *Columbia Business Law Review*, num. 1, 2012, p. 10.

reserva legal sobre la prestación de servicios de inversión. Además, la prestación de servicios de pagos a los clientes de las plataformas de financiación participativa debe respetar la reserva legal sobre este tipo de servicios.

Para regular el fenómeno del *crowdfunding* se puede optar por levantar, en la medida necesaria, las reservas legales sobre las diversas actividades financieras, creando un puerto seguro para el negocio de las plataformas. También se puede incorporar las plataformas al estatuto de algún tipo de intermediario ya regulado para desde ese ámbito regular sus especialidades. Por fin, se puede regular de forma autónoma la nueva figura. La primera opción parece la más aconsejable, en un momento en el que se está iniciando el desarrollo del negocio y no se conocen todavía sus implicaciones.

Siendo un negocio de internet y financiero su ámbito es la economía financiera global. El G-20 y los organismos internacionales de regulación financiera, en particular el Consejo de Estabilidad Financiera, Comité de Basilea e IOSCO, deberían haber marcado las bases para regular el *crowdfunding*.⁹ En la Unión Europea, la Comisión y las autoridades de supervisión, en actuación coordinada, son los organismos llamados a marcar las pautas para regular el fenómeno.¹⁰ Estos organismos han respondido con opiniones sobre la incidencia del *crowdfunding* en su respectivo ámbito de competencia.¹¹ EBA ha analizado las plataformas que operan con préstamos descartando que queden comprendidas en las reserva bancaria sobre la captación de depósitos del público.¹² Sugiere una convergencia en los criterios de supervisión sobre esta nueva figura con aplicación de la legislación existente, sin descartar el desarrollo de una regulación europea. A su vez, ESMA concentra su análisis en las plataformas que intermedian sobre valores con el fin de clarificar el encaje del *crowdfunding* en el marco legal y

⁹ IOSCO ha publicado un documento de investigación en el que destaca las ventajas e identifica los riesgos del *crowdfunding*, proponiendo aplicar los principios y objetivos aplicables a la regulación de valores y realizar un seguimiento del desarrollo de la industria para lograr una mejor regulación. Vid. KIRBY, Eleanor; WORNER, Shane: "Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast", *Staff Working Paper of the IOSCO Research Department*, SWP3/2014, que incluye un anexo de derecho comparado.

¹⁰ Vid. COMISIÓN EUROPEA: *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones «Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea»*, Bruselas, 27.3.2014, COM(2014) 172 final; EUROPEAN COMMISSION: *Crowdfunding innovative ventures in Europe. The financial ecosystem and regulatory landscape*, Directorate-General of Communications Networks, Content & Technology, Brussels, 2014. Además, ha creado un comité de expertos (*European Crowdfunding Stakeholders Forum*).

¹¹ Según Ángel CARRASCO PERERA, lo aconsejable era armonizar las restricciones al *crowdfunding* en la Unión Europea, pues de lo contrario se estará segmentando el mercado único (vid. "Proyecto de ley de fomento de la financiación empresarial: la financiación participativa a través de plataformas de «crowdfunding»", *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 12, 2014, pág. 193).

¹² Vid. EUROPEAN BANKING AUTHORITY: *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, EBA/Op/2015/03, 26 February 2015.

valorar si es necesaria una regulación específica.¹³ Se muestra favorable a dejar que se desarrolle sin indebidas restricciones, aunque advierte del riesgo de actuar al margen de las regulaciones financieras.¹⁴

Ante la falta de unos criterios de los organismos internacionales, los distintos ordenamientos nacionales van dando respuesta a las necesidades de regulación del *crowdfunding*. La primera respuesta ha venido de Estados Unidos, que en 2012 aprobó una ley para facilitar el desarrollo de estas iniciativas.¹⁵ Su objetivo es facilitar la financiación empresarial a través de los portales de financiación con exenciones al control de las ofertas públicas.¹⁶

Italia ha sido el primer estado de la Unión Europea en regular el *crowdfunding*.¹⁷ Es un régimen limitado a la financiación de empresas “*start up innovativas*”. Un enfoque reduccionista que ha recibido fuertes críticas.¹⁸ Le ha seguido Francia, cuyo ordenamiento distingue entre el *crowdfunding* de préstamos y el de valores, para darles distinto tratamiento jurídico.¹⁹ La variedad de respuestas demuestra que estamos ante un fenómeno joven no comprendido en su integridad que aconseja regular lo mínimo imprescindible para facilitar el negocio,

¹³ Vid. EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, op. cit.

¹⁴ En este sentido, “ESMA therefore advises the EU institutions to consider whether there is a case for action at EU level to reduce the incentive to structure business models so as to fall outside MiFID” (idem., p. 28).

¹⁵ *Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act*, 5 April 2012, que ha generado una amplia literatura (vid. por todos, BRADFORD, C. Steven, op. cit.; HAZEN, Thomas Lee: “Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned on Meaningful Disclosure”, *North Carolina Law Review*, 2012, num. 90, pp. 1735-1770; SCHWARTZ, Andrew A.: “Crowdfunding Securities”, *Notre Dame Law Review*, 2013, vol. 88, pp. 1457-1490).

¹⁶ Vid. *SEC Regulation A+*, 25 March 2015, en desarrollo de la *JOBS Act*, que facilita a las pymes el acceso al capital a través del *crowdfunding*, hasta 50 millones de dólares por año, con exención de las obligaciones de información y registro establecidas para las ofertas públicas.

¹⁷ Vid. Art. 1.5 novies y 5 decies, 50 quinquies y 100 ter, Testo Unico della Finanza; art. 25-32 Decreto Legge 179/2012 sobre “Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese” (Decreto Crescitalia 2.0) convertido en Legge 17 diciembre 2012 n. 221; Regolamento Consob n. 18592 de 26 junio 2013.

¹⁸ Vid. LAUDONIO, Aldo: “La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding”, *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2014, núm. 1, págs. 1-43 (quien considera que el nuevo marco legal incurre en una «*fatale confusione tra “nuovo” ed “innovativo”*», que constituye una “*prima incompleta, macchinosa ed inadeguata traduzione normativa di un fenomeno economico che, seppur giovane, ha già assunto una notevole importanza*”); ALVISI, Paola: “Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico”, *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 10, 2014, págs. 1-22 [quien realiza un análisis comparado y manifiesta su perplejidad por el enfoque italiano (pág. 4)].

¹⁹ *Ordonnance no. 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif*, comentada por Jérôme LASSERRE CAPDEVILLE en “La réforme du crowdfunding en droit français: les aspects du droit bancaire”, *Revue générale du droit, Etudes et réflexions*, 2015, no. 4, págs. 1-10, quien considera que es un encuadramiento legal necesario con incidencia en el monopolio legal bancario y de servicios de inversión.

manteniendo una adecuada protección del cliente y del conjunto del sistema financiero. En España se ha optado por una regulación de máximos, regulando con detalle el estatuto de las plataformas en el título V de la Ley de fomento de la financiación empresarial.²⁰ Es un marco intervencionista, de carácter paternalista y protector del *statu quo* bancario.

La Ley de fomento de la financiación empresarial, según considera el Consejo de Estado,²¹ contempla un sistema encadenado de acceso a la financiación. Tras el recurso a amigos y familiares, el primer escalón lo constituiría la financiación participativa, en un escalón que alcanza proyectos de hasta 2 millones de euros por año cuando se dirijan a inversores no acreditados, y de 5 millones cuando se dirijan a inversores acreditados, conforme a la definición que ofrece la Ley de estas nuevas clases de inversores. El segundo escalón es de los sistemas multilaterales de negociación como el MAB. Pueden acceder al MAB las ofertas de acciones que alcancen 2 millones de euros. El tercer escalón es el los mercados oficiales como las bolsas. Esta planificación financiera resulta contraria a la libertad de empresa. Si se considera que las normas de gobierno corporativo se deben extender a las empresas que se negocian en sistemas multilaterales de negociación o que se contratan en las plataformas que se extienda su ámbito a estas empresas, pero no hay por qué limitar por ley el desarrollo de las distintas vías de financiación empresarial. El legislador debería limitarse a regular de forma segura y equilibrada las distintas vías alternativas de financiación y dejar al mercado que las configure sin poner límites a su desarrollo.

Por otro lado, la regulación debe quedar abierta a todas las iniciativas incluso las procedentes del exterior. La libertad de establecimiento y de prestación de servicios de empresas que rige en la Unión Europea también se aplica a los servicios prestados por las PFP. Por esta razón, debe rechazarse la alegación de la Asociación Española de *Crowdfunding* para que se facilite el “*crecimiento local de las plataformas*” y promover su competitividad contra sociedades extranjeras “*para poder no sólo ofrecer viabilidad sino también fortalecer el desarrollo de un nuevo mercado*”.²² Estamos ante una actividad empresarial en red que no admite proteccionismos y que debe respetar en todo caso las libertades comunitarias.

²⁰ Vid. ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, Segismundo: “El «equity crowdfunding» o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación”, *Cuadernos de derecho y comercio*, 2014, núm. 61, págs. 13-58; RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa: “Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: Concepto y funciones”, op. cit.

²¹ Vid. Dictamen del Consejo de Estado 859/2014.

²² Vid. ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CROWDFUNDING: *Propuesta para el Senado*, 5 de febrero de 2015, pág. 2, disponible en: http://web.spaincrowdfunding.org/wp-content/uploads/2015/02/Propuesta-para-el-Senado_signed.pdf. Lo que sí se debe evitar es “*un exceso de regulación que ponga en peor situación a los operadores en España frente a otros operadores internacionales*” (vid. Dictamen del Consejo de Estado 859/2014).

III. NOCIÓN Y RÉGIMEN

1. Noción legal

Según el artículo 48 de la Ley, son plataformas de financiación participativa “*las empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores*”. Es una definición muy amplia que comprende la actividad empresarial que consiste en poner en contacto a promotores e inversores por medios electrónicos, incluido internet como medio natural en el que se desarrollan este tipo de iniciativas. Se conciben como portales de financiación, de contactos entre promotores e inversores, que sirven de mostrador para captar la atención y la financiación de los internautas, pero que además quedan habilitados para prestar diversos servicios auxiliares. Pero las plataformas son algo más que unos portales que ponen en contacto a inversores con promotores. Son intermediarios financieros que operan por internet. Constituyen una nueva vía de asignación eficiente del ahorro a la inversión. Y esa vía utiliza internet como medio técnico.²³

El *crowdfunding* es una nueva figura de origen anglosajón y la Ley ha optado con buen criterio por traducir este término por «plataforma de financiación participativa». Es una opción coincidente con la del legislador francés que utiliza «*financement participative*» para referirse al *crowdfunding*.²⁴ En lugar de «plataforma» se podría haber elegido «portales», como en Estados Unidos, donde al nuevo intermediario lo denominan «*fundings portals*». El término «plataforma» es más general, aunque hubiera sido preferible utilizar el término «sistema», utilizando la terminología presente en la LMV, donde está acuñado el término «sistema», para referirse tanto a los «sistemas multilaterales de negociación» (art. 118 LMV), como a la «sociedad de sistemas» (art. 44 bis LMV), y en otras leyes, como en la que regula los «sistemas de pagos y liquidación de valores» (Ley 41/1999). No obstante habría que distinguir con mayor nitidez entre la empresa y el sistema que gestiona.

La noción legal caracteriza a las plataformas de «empresas» y exige su actuación «de manera profesional». Como empresas quedan caracterizadas por la habitualidad en el ejercicio de su

²³ Como dice Teresa RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, el factor tecnológico se inserta en la definición misma de las plataformas (*vid.* “Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: Concepto y funciones”, *op. cit.* pág. 9).

²⁴ Término consagrado por la Commission générale de terminologie et de néologie, por Aviso publicado en el *Journal officiel* de 18 de mayo de 2013, que lo define como “*Financement faisant appel à un grand nombre de personnes, généralement des internautes, pour qu’elles investissent les fonds nécessaires à l’aboutissement d’un projet*”.

actividad y el ánimo de lucro. Deben dedicarse a realizar su objeto social de «de manera profesional», por esta razón se exige a sus altos cargos conocimientos y experiencia y disponer de medios adecuados.

La PFP es una empresa que tiene por objeto la gestión de un portal de contratación «por medios electrónicos», de forma habitual «a través de páginas web». Es una «plataforma» que opera por internet y presta los variados servicios para los que está habilitada y en ese ámbito gestiona en sentido estricto un «sistema» de financiación participativa como actividad principal de su objeto social.

La noción comprende todas las plataformas que “*que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario*” si distinguir por producto financiero. Nos parece una opción correcta pues la función económica que cumplen las plataformas de préstamos y plataformas de valores es la misma y las necesidades de protección de los clientes son similares.²⁵ De hecho el desarrollo de las plataformas a través de préstamos ha sido en buena medida consecuencia de la huida de la regulación financiera sobre las ofertas públicas de valores.

Lo que mejor caracteriza a las plataformas es la intermediación financiera por internet, no es la prestación de servicios de la sociedad de la información.²⁶ Las plataformas no son meros prestadores de servicios de la sociedad de la información, son intermediarios financieros que operan por internet, a los que les puede resultar aplicable la Ley 34/2002, que regula dichos servicios.

Las PFP quedan configuradas en Derecho español como intermediarios financieros plurifuncionales. El marco legal permite que las plataformas presten servicios de pago, realicen recobros y se dediquen al préstamo al consumo y a la intermediación en el crédito. Para poder realizar todas estas funciones tienen que registrarse en la CNMV como plataformas de financiación participativa, y además en el Banco de España como entidades de pago híbridas con estatuto aligerado y deberán cumplir un marco legal, también aligerado, de crédito al consumo y de intermediación en el crédito. Una plataforma que además de las actividades típicas ejerza las complementarias, pasa a ser el intermediario financiero con el régimen más complejo del Derecho español. Lo cierto es que esta mezcla de estatutos complica la supervisión por la CNMV de este tipo de intermediarios. Habría sido preferible regular lo básico, las plataformas como portales de financiación participativa, limitando su actividad a ser

²⁵ En contra, Segismundo ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, quien considera que la problemática de las plataformas de préstamos es muy distinta de la de las de inversión “*lo que hace muy dudoso que se tenga que regular de la misma manera*” (vid. “El «equity crowdfunding» o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación”, op. cit., pág. 19).

²⁶ El art. 46.3 aclara que “*El régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa será el previsto en esta Ley y su normativa de desarrollo, sin perjuicio de la restante normativa aplicable a estas empresas y su actividad.*”

empresas gestoras de un sistema de contratación financiera por internet, con la necesidad de recurrir para prestar los servicios de pago, de crédito al consumo o de intermediación crediticia, a entidades habilitadas para prestar este tipo de servicios.

Quedan excluidas del ámbito del régimen legal las plataformas no financieras, es decir, aquellas que no remuneran a los ahorradores que participan en las mismas. En este sentido, quedan excluidas las plataformas que gestionan donaciones o préstamos sin intereses, que conforman el mecenazgo participativo. Tampoco son financieras las plataformas o portales que gestionan la venta de bienes o servicios. Quienes donan su dinero o compran bienes y servicios no son «inversores», sujetos a los que se destinan los servicios de la plataforma.

El segundo apartado del artículo 46 de la Ley 5/2015, se dedica a la delimitación negativa de la noción legal de las plataformas de financiación participativa. Según este precepto no se consideran PFP las empresas que desarrollen la actividad de las PFP *“cuando la financiación captada por los promotores sea exclusivamente”* a través de donaciones, venta o préstamos sin interés. Lo cual significa que las plataformas mixtas, que combinan la gestión de un sistema financiero con otros no financieros, quedan sometidas al régimen legal.

2. Servicios de las plataformas

Las plataformas de financiación participativa pueden prestar los servicios principales y auxiliares enumerados en el art. 51 de la Ley 5/2015. Los servicios principales son los de admisión de proyectos y los de contratación participativa. El de admisión de proyectos comprende la *“recepción, selección y publicación de proyectos”*. El de contratación participativa se describe como: *“Desarrollo, establecimiento y explotación de canales de comunicación para facilitar la contratación de la financiación entre inversores y promotores”*.

El servicio de admisión de proyectos se presta al promotor. El servicio de contratación participativa se presta a los promotores e inversores. Estos servicios deben constar en el objeto social de la PFP.

La enumeración de los servicios que deben prestar las plataformas es muy amplia y permite que convivan diversos modelos de negocios, siempre que presten los servicios principales de admisión de proyectos y contratación participativa. Respecto a la admisión de proyectos les basta con cumplir los requisitos exigidos por el artículo 66, evaluando con la debida diligencia la admisión verificando que su descripción permite un juicio fundado sobre la decisión de inversión y que cumple los límites temporales y cuantitativos fijados en la Ley. La *“forma de selección de los proyectos”* debe ser publicada en su página web [art. 61.1.a)]. Lo cual indica que la plataforma debe disponer de unos criterios de admisión de proyectos que deberán respetar las exigencias legales. Además las plataformas deben remitir al cierre de cada ejercicio a la CNMV *“información general sobre los proyectos que no han sido seleccionados para su publicación, así como las categorías de razones que han motivado este hecho”*. De este modo, la CNMV podrá verificar que la plataforma ha cumplido sus propios criterios de

admisión. En el marco legal, la plataforma tiene libertad para decidir qué criterios va a aplicar en la selección de proyectos, pero una vez decididos y publicados en su página web está obligada a aplicarlos.

Respecto a la contratación participativa, la descripción de los canales de comunicación que la faciliten debe recogerse en las reglas de funcionamiento de la plataforma. Son operaciones de suscripción de productos financieros que se regirán por su correspondiente régimen jurídico, como de forma superflua dice el artículo 74.1 para los préstamos. No hay mercado secundario, lo justifique que no se regule la negociación de los productos adquiridos a través de la plataforma.

Entre los servicios auxiliares la Ley incluye el análisis y determinación del nivel de riesgo de cada proyecto, en una labor similar a la calificación que realizan los bancos (*scoring*). El hecho de ser incluido este servicio entre los auxiliares significa que las plataformas no están obligadas a prestarlo. Su prestación es voluntaria y cumple la función de dar información complementaria al inversor para que pueda decidir con conocimiento de causa.

Además de este servicio de análisis de riesgo, las plataformas pueden prestar servicios auxiliares de asesoramiento a los promotores tanto en la publicación como en el diseño de los proyectos, así como de transmisión de información y habilitación de canales de comunicación entre los promotores y los inversores. También pueden prestar servicios jurídicos como la puesta a disposición de modelos de contratos y la reclamación de derechos de crédito. Es un catálogo abierto de servicios auxiliares que puede ser ampliado por el ministro del ramo o con su habilitación por la CNMV.

Las plataformas tienen que respetar la reserva de actividades a favor de las entidades de crédito, de pago o de servicios de inversión. En este sentido no pueden recibir efectivo o valores de sus clientes, ni concederles crédito. Tienen prohibido garantizar a los promotores la captación de fondos. Tampoco pueden recibir órdenes de los clientes para su transmisión o ejecución en el mercado, gestionar las carteras de valores de los inversores en la plataforma o asesorar a los inversores sobre los proyectos. Pueden ofrecer a los inversores mecanismos que permitan preseleccionar los proyectos, pero no mecanismos de inversión automáticos que pudieran precipitar las decisiones. Las PFP no pueden prestar servicios de pagos a promotores o inversores, salvo que cuenten con la autorización de entidad de pago. En este sentido, las plataformas pueden solicitar autorización como entidad de pago híbrida con un estatuto especial.

Las plataformas tienen prohibida la “*financiación profesional de terceros y en particular la concesión de créditos o préstamos*”. Está prohibido que un tercero que se dedica a la concesión de crédito utilice la plataforma para financiarse. Por ejemplo, la plataforma no puede gestionar la recepción de préstamos para nutrir de recursos a una entidad que se dedica a conceder microcréditos. El promotor debe ser el prestatario último. Como es obvio, tampoco puede

utilizarse la plataforma como intermediario para la concesión de microcréditos. Las plataformas son portales de financiación, no de distribución de crédito.

Las plataformas cumplen la función de intermediación mediante la puesta en contacto del promotor con los inversores. El artículo 43 de la Ley 5/2015 modifica el último párrafo del artículo 30 bis.1 de la LMV con el fin de excluir a las plataformas de la obligación de intervención forzosa de un prestador de servicios de inversión en las ofertas públicas excluidas de la obligación de publicar un folleto. Esta previsión tiene gran importancia pues confirma la vigencia del principio de intermediación en la asignación del ahorro a la inversión productiva, al tiempo que configura a las PFP como nuevo intermediario financiero.

3. Territorialidad

El régimen de las plataformas de financiación participativa se aplica a todas aquellas que ejerzan su actividad “en territorio nacional” (art. 47). Según esta previsión, las plataformas con domicilio en el extranjero que comercialicen por iniciativa propia sus servicios a personas residentes en España se someten a la Ley española en cuanto a las actividades desarrolladas en territorio nacional. Se presume la iniciativa propia cuando la plataforma anuncie, promocióne, capte o dirija sus servicios a inversores o promotores residentes en España. La comercialización pasiva no queda comprendida en las actividades sometidas a la ley española. Así, *“no se considerará que un servicio ha tenido lugar en territorio nacional cuando un residente en España participe por iniciativa propia, como inversor o promotor, en una plataforma con domicilio social en el extranjero”*.

Es un régimen territorial semejante al establecido en el artículo 3 de la LMV según el cual las disposiciones de la citada Ley se aplican *“a todos los valores cuya emisión, negociación o comercialización tenga lugar en el territorio nacional”*. De tal modo que la jurisprudencia que desarrolla este precepto resulta de gran utilidad para interpretar el alcance de la aplicación territorial de la Ley que regula las plataformas de financiación participativa.²⁷

4. Reserva de actividad y denominación

Las plataformas de financiación participativa constituyen un nuevo tipo de intermediario financiero cuya actividad se condiciona a la obtención de una autorización e inscripción en un registro público cuya llevanza corresponde a la CNMV. Como los demás intermediarios financieros, las plataformas gozan de la reserva legal de su actividad. Con una peculiaridad, el régimen español ha establecido que ni siquiera las entidades de crédito, entidades con capacidad universal para prestar todo tipo de servicios financieros, puedan dedicarse a las actividades típicas de las plataformas. En Francia y en Italia los bancos y empresas de inversión pueden gestionar las plataformas, en España les está vedado.

²⁷ Vid. SSTS, Sala Contencioso-administrativo, 1 de julio de 2008 y 20 de junio de 2003.

Esta reserva sobre la actividad profesional corresponde a la técnica propia de la regulación financiera, que identifica la actividad y protege su ejercicio. Es una actividad exclusiva y excluyente. Las plataformas deben limitar su objeto social a las actividades que la ley les reserva, si bien también pueden dedicarse a prestar servicios de pagos y determinados servicios auxiliares.

La denominación “plataforma de financiación participativa” y su abreviatura “PFP” son distintivos que deben incluir en su denominación social y quedan reservadas a este tipo de intermediarios. Hay que interpretar que la protección que deriva de la reserva se extiende al uso del término inglés “crowdfunding”, más popular, pues en otro caso, podría vulnerarse el objetivo pretendido por el legislador.

5. Autorización y registro

Las plataformas de financiación participativa se someten a un procedimiento de autorización y registro similar al que se aplica a los demás intermediarios financieros. Es un procedimiento que tramita la CNMV, con informe previo vinculante del Banco de España en las plataformas que gestionen proyectos financiados con préstamos.

El acuerdo de iniciación del procedimiento de autorización se debe comunicar al ministro de Economía y Competitividad para que pueda hacer un seguimiento de las iniciativas que afectan a esta nueva modalidad de financiación empresarial.

Para ser autorizadas deben cumplir unos requisitos que también son similares a los que se exigen a los demás intermediarios financieros. Deben tener como objeto social exclusivo las actividades propias enumeradas en la Ley. Además, deben tener su domicilio social en la Unión Europea, revestir la forma de sociedad de capital, cumplir los requisitos financieros establecidos en el artículo 56 , contar con administradores cualificados, y disponer de una buena organización, medios adecuados, reglamento interno de conducta y planes de continuidad en la prestación de servicios tras el cese de actividad.

Entre los requisitos financieros destaca la posibilidad de combinar el capital con seguros de responsabilidad civil, y unas exigencias de recursos propios que varían atendiendo al volumen de los proyectos cuya financiación se gestiona, que van desde los 60.000 hasta los 2 millones de euros.

La solicitud de autorización debe ir acompañada del proyecto de estatutos, programa de actividades, relación de socios con participación significativa y demás documentos habituales para quienes pretenden prestar servicios en el mercado financiero. También debe incluir una descripción del procedimiento de prestación de los servicios de pago entre promotores e inversores, ya sea por la propia plataforma, como entidad de pago híbrida, o señalando quién va ser el prestador externo de los servicios de pago.

Una vez autorizadas y tras su constitución e inscripción como sociedad de capital en el Registro Mercantil, las plataformas deben quedar inscritas en el registro especial abierto en la CNMV para este tipo de intermediarios.²⁸

Según el estatuto típico de los intermediarios financieros, las modificaciones sustanciales de las condiciones en que se concedió la autorización deben ser sometidas a un proceso similar al de autorización. Como ocurre también en este tipo de estatutos, la interrupción de las actividades durante un año es causa de revocación de la autorización. A su vez, la renuncia debe ser comunicada a la CNMV, quien la aceptará a menos que *“existan razones fundadas para considerar que la cesación de actividad puede ocasionar riesgos graves para los inversores o promotores”*, aunque según hemos visto para obtener la autorización ya se exige contar con los mecanismos *“para que, en caso de cese de su actividad, se sigan prestando todos o parte de los servicios a los que se comprometió”*.

Las plataformas de financiación participativa son empresas dedicadas a la gestión de información, con puesta en contacto de promotores con inversores. Son intermediarios que no tocan ni los fondos ni los valores que son objeto de contratación. Para prestar servicios de pago deben solicitar autorización como entidad de pago híbrida. Por esta razón, el régimen de recursos propios de las plataformas es similar al de las empresas de asesoramiento financiero, intermediarios que operan con la información sin acceder a las cuentas de los clientes.

Al igual que ocurre con las demás entidades financieras, se contemplan planes de retorno a la normalidad ante el incumplimiento de las exigencias de recursos propios.

IV. NATURALEZA JURÍDICA

Las plataformas de financiación participativa son sistemas de contratación electrónica de valores y préstamos. Son sistemas de contratación de primera adquisición de productos financieros entre clientes de la plataforma. Se encuadran por lo tanto entre las infraestructuras del mercado primario. Es un modelo de libre configuración que puede venir asociado a la negociación en el mercado secundario. Esta negociación depende del tipo de producto financiero. Las acciones y las obligaciones son valores negociables sobre los cuales las plataformas podrían desarrollar un mercado secundario, aunque esta actividad no está contemplada entre los servicios auxiliares. Las participaciones sociales no son valores negociables y la creación de un mercado secundario para su negociación dependerá de su estandarización o titulización. Los préstamos tampoco son instrumentos financieros, pero la plataforma puede estandarizarlos en unidades que sean negociables.

²⁸ El artículo 43, cinco, de la Ley introduce una letra ñ) en el artículo 92 de la LMV, para añadir un “registro de las plataformas de financiación participativa”, entre los registros públicos oficiales de la CNMV.

Las PFP son plataformas electrónicas cerradas, entre clientes de la propia plataforma, cuyo objeto es la financiación. La plataforma es el intermediario que gestiona el acceso al sistema y la contratación a través del sistema. Es un sistema que permite poner en contacto a uno con muchos, al promotor con los inversores. La finalidad es proporcionar financiación de proyectos a través de internet. Es un sistema de contratación de productos financieros caracterizado por el medio que utiliza.

Las PFP son sistemas de contratación regulados. Esta característica los acerca a los mercados regulados reconocidos en la MiFID. Se diferencian en su objeto, los mercados regulados de la MiFID son mercados secundarios, las PFP actúan en el ámbito del mercado primario, de puesta en el mercado de los productos financieros. No ofrecen en estos momentos servicios de negociación secundaria.

Según dice el artículo 61.1 a), las PFP deben incluir en su página web el “*funcionamiento básico de la plataforma*” es decir, las “*reglas de funcionamiento*” mencionadas hasta en tres ocasiones en el artículo 69. Estas reglas de funcionamiento deben cumplir las previsiones legales sobre las «condiciones de acceso» de los clientes al sistema de la plataforma (arts. 66-67 para los promotores, y 81-82 para los inversores), la «admisión a contratación» de los proyectos (arts. 61.1.a), 68-80), la «información» que se debe suministrar a la CNMV y la «publicidad» de las operaciones a través de la página web de la plataforma (art. 61). Los «procedimientos operativos» para la contratación de los productos no están regulados en la Ley. Se trata de un sistema de contratación regulado de forma análoga a la de los «mercados secundarios regulados» definidos en el artículo 36.1 de la LMV, salvo en lo relativo a los procedimientos operativos. Lo cual tiene cierta lógica dado que las PFP son sistemas de contratación en el mercado primario, que carecen de un sistema de negociación, principal objeto de los mercados secundarios regulados.

V. DISTINCIÓN DE FIGURAS AFINES

Las plataformas no son mercados de negociación. Por lo tanto no se encuadran ni entre los sistemas de contratación multilaterales, entre los que se encuentran los mercados secundarios regulados y los SMN, ni entre los sistemas de negociación bilaterales como son los sistemas de internalización del artículo 128 de la LMV. La negociación de los productos contratados no se contempla en la definición legal y no está comprendida en el objeto de las plataformas. El Gobierno y con su habilitación la CNMV pueden ampliar los servicios auxiliares de las plataformas y podrían habilitarlas para prestar servicios de negociación de los productos contratados. En ese supuesto, cuando el objeto de la plataforma se incluya instrumentos recogidos en el artículo 2 de la LMV, la prestación del servicio de negociación quedará regulada por lo dispuesto en la LMV para los sistemas de negociación.

El desarrollo natural de las plataformas que vayan a ofrecer servicio de negociación es el de SMN registradas como «mercado de PYME en expansión» en el marco de la sección dedicada a

estos mercados en el artículo 33 de MiFID II, como un opción más para “*facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas*” (§132 EM MiFID II).

VI. LOS CLIENTES

Los clientes de las plataformas son los promotores de los proyectos y los inversores que suministran la financiación.

1. Concepto de promotor

Son «promotores» las personas que solicitan financiación en nombre propio» destinada a proyectos de financiación participativa. Este tipo de proyecto está definido en el artículo 49, según el cual debe tratarse de un proyecto concreto del promotor de carácter “*empresarial, formativo o de consumo*”. Esta noción contrapone los proyectos empresariales a los de consumo. Lo cual quiere decir que se puede financiar un producto de consumo, como la compra de un automóvil, y el promotor ser un consumidor que por esta vía accede al crédito al consumo. Los proyectos formativos, con independencia de que tengan o no ánimo de lucro, pueden quedar encuadrados en los de carácter empresarial.

Los promotores son quienes emiten los valores o reciben los préstamos a través de los cuales se instrumenta la financiación participativa. Serán los emisores de los valores o los prestatarios que han solicitado los préstamos.

Las plataformas de financiación participativa deben identificar a los promotores y evaluar los proyectos con diligencia, verificando que cumplen los requisitos legales. Los promotores pueden ser personas jurídicas constituidas en la Unión Europea o personas físicas con residencia fiscal en la Unión Europea. El promotor, y en caso de persona jurídica su administrador o socio, no podrá hallarse inhabilitado o estar cumpliendo condena por determinados delitos económicos.

La financiación se debe solicitar para un proyecto concreto en nombre propio y por cuenta propia. Según dice el artículo 46.1, los promotores deben solicitar la financiación “*en nombre propio*”. Pero debe entenderse «en nombre propio» en un sentido amplio, pues según se deduce del marco legal, la intención del legislador es limitar la captación de financiación no sólo en nombre propio sino también por cuenta propia. No pueden ser objeto de gestión por las plataformas proyectos de promotores que actúen por cuenta ajena. Se excluye por lo tanto la actuación indirecta mediante testaferros o personas interpuestas.

El artículo 49 prohíbe a las plataformas prestar servicios a proyectos cuyo destino sea la financiación a terceros, incluidos los que se dirigen a la concesión de crédito, ya sea en forma de apertura de crédito o de préstamo. El objeto de las plataformas es la puesta en contacto entre clientes finales tanto desde la perspectiva de los promotores que solicitan financiación

como de los inversores que la ofrecen. Se quiere evitar que a través de este canal se preste la actividad reservada a las entidades de crédito.

Los promotores no pueden dedicarse a captar fondos reembolsables del público para conceder créditos o préstamos, pues la interposición en el crédito es una actividad reservada a las entidades de crédito. Tampoco pueden dedicarse en general a la *“captación de fondos reembolsables del público, cualquiera que sea su destino, en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas”* (art. 3.1 Ley 10/2014). No obstante, el artículo 50.2 aclara que la solicitud de préstamos para financiar un proyecto objeto de financiación participativa *“no tendrá la consideración de captación de fondos reembolsables del público”*. De este modo, se establece una excepción a la reserva legal de captación de fondos reembolsables del público. Luego los promotores de proyectos de financiación participativa que se instrumenten a través de préstamos podrán captar fondos reembolsables del público. No obstante, aunque ningún precepto de la nueva Ley exige un plazo para los reembolsos, hay que entender que no cabe la recepción de depósitos reembolsables a la vista, actividad reservada a las entidades de crédito bancarias.

La Ley regula la actuación de las plataformas cuando prestan servicios de crédito frente a promotores que tienen la condición de consumidores. Un consumidor puede acudir a la plataforma como promotor de un proyecto que consiste en la obtención de un préstamo financiado por inversores. Son servicios comprendidos en las leyes especiales que regulan la intermediación en el crédito con consumidores o el crédito al consumo. Cuando la plataforma preste servicios de puesta en contacto con los prestamistas a promotores que son consumidores, el artículo 86.1 de la Ley considera que la plataforma actúa como intermediario al que le resulta de aplicación la Ley 2/2009, de 31 de marzo, por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito, estableciendo un régimen aligerado. No tiene que registrarse ante las autoridades de consumo, no necesita disponer de un seguro de responsabilidad civil o aval bancario para ejercer la actividad, y no tiene que cumplir con las obligaciones sobre comunicaciones comerciales, publicidad y las derivadas de la independencia o vinculación con entidades de crédito.

A su vez, según dice el artículo 86.2 las plataformas que intermedian en el préstamo al consumo de promotores tienen la consideración de intermediarios a efectos de la Ley 16/2011, de contratos de crédito al consumo, con un régimen también aligerado. Con la publicación del proyecto en la plataforma se considerará cumplido el requisito de presentación de una oferta vinculante, así como el de la comunicación de la información previa y de su publicidad.

Luego las plataformas están habilitadas cumpliendo estos requisitos para facilitar el crédito al consumo al margen de las entidades de crédito y de los controles para prevenir el sobreendeudamiento. La Ley no impone a las PFP que facilitan el crédito al consumo evaluar la

solvencia del promotor que se endeuda.²⁹ Pero sí establece una obligación de advertir del riesgo del endeudamiento excesivo por parte de los promotores que tengan la condición de consumidor (art. 88).

2. Concepto de inversor

Los «inversores» son personas que “*ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario*”. Para ser incorporados a la plataforma, los proyectos deben dirigirse a una pluralidad de personas que actúan con ánimo de lucro y esperan obtener un rendimiento dinerario. Los inversores pueden ser personas físicas o jurídicas, que inviertan de forma profesional o no.

Pueden ofrecer la financiación mediante la suscripción de valores o mediante la concesión de préstamos. Pueden por lo tanto ser inversores en valores o prestamistas. Por esta razón, deberían recibir la denominación de financiadores, participantes o contribuidores. No obstante, se ha preferido utilizar, de forma impropia, la denominación de “inversores”. Esta elección es consecuente con la atribución a la CNMV de la supervisión de las plataformas. Este organismo tiene por función principal la “protección de los inversores”³⁰ y a estos efectos se califica a los clientes de las plataformas, con independencia de la forma en que otorgan la financiación, con el apelativo de “inversores”.

Según dice el artículo 85, la actividad de las plataformas y las relaciones entre promotores e inversores queda sujeta a la normativa sobre protección de los consumidores y usuarios con las especialidades previstas en el capítulo de la Ley dedicado a la protección del inversor. Luego la nueva Ley contempla las normas de protección del inversor que opera a través de las plataformas como una normativa especial en relación con la general de los consumidores. Pero esta solución resulta contraria a la jurisprudencia que considera las normas de conducta de protección del cliente que opera en el mercado financiero como una normativa autónoma con un ámbito subjetivo distinto al del Derecho del consumo. Cuando el cliente bancario es además consumidor, la existencia de normas bancarias de transparencia y protección del cliente “*no es óbice para que la LCGC sea aplicable*” (cfr. STS 241/2013, parágrafo 178).

En suma, los inversores que operan a través de las plataformas son usuarios de sus servicios, y pueden además ser objeto de protección por la Ley general de defensa de los consumidores y usuarios, cuando queden comprendidos en su ámbito subjetivo. Como clientes de las plataformas reciben la protección de la Ley que regula las plataformas. Si además quedan comprendidos en el ámbito subjetivo de la Ley general de defensa de los consumidores y usuarios, quedarán protegidos como usuarios de los servicios de las plataformas.

²⁹ Vid. Artículo 18 de la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios.

³⁰ Art. 13.II LMV.

Respecto a los mecanismos de protección del cliente financiero, la nueva Ley incorpora las plataformas al sistema de resolución de quejas y reclamaciones del mercado de valores a través departamento de atención al cliente o del defensor del cliente y del servicio de reclamaciones de la CNMV. Sin mencionarlo expresamente impone a las plataformas la obligación de tener un departamento de atención al cliente o defensor del cliente para atender las reclamaciones y quejas de los inversores. Según este sistema, ante la desestimación de la reclamación o silencio durante dos meses, el inversor podrá acudir al servicio de reclamaciones de la CNMV para que resuelva sobre la reclamación.

VII. LOS PROYECTOS

La principal actividad de las plataformas es la gestión de la financiación de proyectos que cumplan determinados requisitos subjetivos y objetivos. Desde el punto de vista objetivo, la Ley fija la forma en la que puede instrumentarse la financiación participativa.

1. Tipos de proyectos por la modalidad de la financiación

Hay dos tipos de proyectos atendiendo a la modalidad de financiación participativa, ya sea a través de valores o de préstamos.

1.1. Financiación participativa a través de valores

La financiación participativa se puede instrumentar a través de acciones, participaciones sociales u otros valores representativos del capital o de obligaciones cuya emisión u oferta no precise la formulación de un folleto informativo a tenor de título III de la LMV. Tampoco se admiten valores que, aunque queden fuera del ámbito de la obligación de formular folleto, hayan sido objeto de oferta con folleto sometido al régimen del citado título de la LMV. De este modo se delimita la financiación participativa a ofertas que no requieren un folleto o que no han sido objeto de oferta pública con folleto. Así se reduce el ámbito de la financiación participativa a empresas que no han tenido contacto con el mercado de valores negociables o que, de haberlo tenido, sus ofertas habrían estado excluidas de la obligación de publicar un folleto.

El artículo 45 de la Ley 5/2015 elimina la prohibición de las sociedades de responsabilidad limitada de emitir obligaciones.³¹ Esta reforma tiene por finalidad facilitar nuevas vías de financiación a las empresas que utilizan esta forma social, en particular de las pymes, quienes pueden con su entrada en vigor acudir a las plataformas para financiarse emitiendo obligaciones. Además, como hemos visto, la Ley 5/2015 permite que las PFP admitan proyectos financiados mediante la adquisición de participaciones en sociedades limitadas. Estos cambios afectan a la naturaleza de las sociedades limitadas. Han dejado de ser

³¹ Modificando el artículo 401 de la Ley de Sociedades de Capital.

sociedades cerradas de tipo personalista para convertirse en verdaderas sociedades de capital que pueden acudir al ahorro del público para financiarse. Por lo demás, las PFP admiten proyectos financiados con híbridos que incorporen derivados implícitos como las participaciones preferentes, si bien en estos casos la oferta sólo puede ser dirigida a inversores acreditados.

1.2. Financiación participativa a través de préstamos

La financiación participativa puede instrumentarse mediante préstamos, con la limitación de que no pueden incorporar una garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual del prestatario (art. 74.2). Esta limitación puede justificarse por el respeto al derecho constitucional a una vivienda digna y adecuada (art. 47 CE). La protección de este derecho debe ser tenida en cuenta al interpretar las normas sobre concesión de préstamos hipotecarios también cuando se contratan a través de plataformas de financiación, lo cual puede llevar a su prohibición.

Lo que no está justificado es la prohibición de préstamos o créditos hipotecarios en proyectos con consumidores recogida en el artículo 87. Según este precepto: *“Las plataformas de financiación participativa no publicarán proyectos en los que los consumidores soliciten un préstamo o crédito con garantía hipotecaria”*. La principal garantía real es la hipoteca y el desarrollo de las plataformas como alternativa a la financiación bancaria pasa necesariamente por la utilización de la garantía hipotecaria. Más allá de los límites derivados de la protección a la vivienda, carece de justificación limitar el uso de la garantía hipotecaria en los proyectos de las plataformas de financiación. Los consumidores también deberían poder utilizar inmuebles distintos a su vivienda habitual como garantía para obtener crédito a través de las plataformas. La prohibición legal de proyectos con garantía hipotecaria es una medida contraria al fomento de las plataformas como alternativa a la financiación bancaria y una clara expresión de que la industria bancaria no quiere abrir el mercado hipotecario a nuevos competidores.

2. Límites a los proyectos

El promotor sólo puede promover de forma simultánea un proyecto por plataforma por un importe máximo de 2 millones de euros, que se eleva a 5 millones cuando se dirija en exclusiva a inversores acreditados. Puede haber varias rondas de financiación sin rebasar dichos límites.

Es un modelo de “todo o nada”. Los proyectos deben establecer un objetivo de la financiación que pretenden alcanzar y un plazo máximo de participación que no pueden ser superados. Transcurrido dicho plazo sin alcanzar el éxito previsto, se deben devolver las cantidades aportadas por los inversores. No obstante, con aviso previo, el objetivo y plazo pueden ser superados en un 25 por ciento, y se puede considerar que el proyecto ha tenido éxito cuando alcance el 90% del objetivo, descontada la participación de la propia plataforma. Estas flexibilidades son innecesarias y crean confusión en un momento de consolidación del negocio que requiere sobre todo claridad.

3. Límites a la inversión

El sistema de la Ley limita las cantidades que puede arriesgar un inversor no acreditado. Es una protección estructural para evitar pérdidas catastróficas a los inversores más vulnerables. El límite se fija en 3.000 euros por proyecto y 10.000 euros al año para el conjunto de las plataformas. Le corresponde al inversor manifestar ante la plataforma que asume el compromiso de cumplir el límite máximo de los 10.000 euros al año.

Antes de operar con la plataforma, el inversor no acreditado debe aceptar que ha recibido el aviso de las condiciones en que opera, a saber, que opera al margen de la supervisión de las autoridades financieras, sin folleto registrado en la CNMV, sin fondo de garantía que le ampare y conociendo el riesgo de perder su capital y de iliquidez que compromete la recuperación de la inversión. Se quiere dejar bien claro que es el inversor quien asume los riesgos y que no está amparado por la red de seguridad de la supervisión financiera. Lo cual no es del todo cierto pues las PFP se registran y son objeto de supervisión por parte de la CNMV. Esta aceptación de riesgos actúa como un *disclaimer* oficial de las autoridades públicas de supervisión. Avisa al cliente de que en caso de pérdida está prácticamente cerrada la vía de reclamar por responsabilidad patrimonial a la Administración.

Las manifestaciones del cliente sobre conocimientos de riesgos y cumplimiento de límites operativos pueden ser manuscritas o realizadas por teléfono o por canales electrónicos con las condiciones de seguridad establecidas en el artículo 84. La plataforma debe conservar durante cinco años las manifestaciones recibidas.

4. Información sobre los proyectos

Los promotores deben trasladar a la plataforma para su publicación la información del proyecto *“necesaria para permitir a un inversor medio un juicio fundado sobre la decisión de financiación”*. La información debe ser concisa y clara, en un lenguaje no técnico, suficiente para que los inversores puedan tomar una decisión informada. El nuevo régimen legal responde a los mismos principios que rigen las obligaciones de información en el mercado de valores. Utiliza términos jurídicos indeterminados que la jurisprudencia y los criterios técnicos de los supervisores irán llenando de contenido.

Los promotores responden frente a los inversores de la información que proporcionen a la plataforma para que sea publicada. Serán responsables de todos los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado a los inversores de los valores adquiridos como consecuencia de las informaciones falsas o las omisiones de datos relevantes en la información suministrada.³²

³² Vid. artículo 28 de la LMV sobre responsabilidad por folleto falso o que omita datos relevantes, útil para integrar la responsabilidad del promotor en proyectos de financiación participativa.

Las plataformas deben publicar toda la información relevante que conozcan sobre el proyecto y los promotores. Deben publicar la información relevante recibida de los promotores, pero también deben publicar otras informaciones relevantes de las que tengan conocimiento. Para la gestión de estas informaciones relevantes deben aplicar por analogía las normas de conducta sobre abuso de mercado.³³

Las plataformas pueden crear foros de inversores como canal de comunicación con los promotores del proyecto en que participen, similar al foro electrónico de accionistas previsto en el artículo 539.2 de la Ley de Sociedades de Capital. Si bien la información que se suministre a través de este canal de comunicación debe ser accesible no solo a los inversores sino también a los potenciales inversores. En este sentido, en el periodo inicial de suscripción o contratación se recogerá en dicho canal información diaria de la participación en la financiación.

Las informaciones del proyecto publicadas por la plataforma deberán ser accesibles a los inversores durante un plazo no inferior a un año desde el cierre de la captación de fondos, y los inversores podrán solicitar a la plataforma durante cinco años las informaciones publicadas en el canal de comunicación.

4.1. Requisitos de información aplicables a los préstamos

La información del promotor que capta financiación mediante préstamos depende de si es persona física o jurídica. Si es persona física le basta con informar de su *curriculum vitae*, domicilio y situación financiera, incluido el endeudamiento. Si es persona jurídica las exigencias de información coinciden con la que deben suministrar los promotores que emiten valores. Deberán dar información sobre la sociedad, sobre sus administradores, número de empleados y situación financiera, incluida la estructura del capital y el endeudamiento.

La plataforma puede permitir al promotor de proyectos financiados con préstamos que oculte a los inversores su identidad siempre que la dé a conocer antes de que se realice la aportación. Aunque no lo recoja de forma expresa la Ley, hay que entender que el inversor puede revocar su orden de contratación tras conocer la identidad del promotor, por ser un dato esencial para decidir sobre la inversión.

La información sobre los préstamos debe recoger sus características esenciales con su importe, garantías que puedan haberse constituido, remuneración y duración, con tabla de amortizaciones, destacando los riesgos asociados y el tipo de préstamo, por ejemplo, si es un préstamo al consumo. Además, se debe incluir información sobre el coste total, incluyendo la tasa anual equivalente (TAE), y el interés de demora. Aunque se puede abrir el periodo de

³³ Del capítulo II del título VII de la LMV.

aceptaciones sin suministrar estos datos, se deberán detallar antes de la formalización de la aportación.

4.2. Requisitos de información aplicables a los valores

Los promotores de proyectos financiados a través de la emisión de valores no tienen que presentar un folleto ante la plataforma. Les basta con presentar un documento sobre los valores que incluya información sobre sus características esenciales y riesgos, con una descripción de los derechos y forma de ejercicio, con mención a las garantías que se hayan podido aportar.

El promotor debe incluir en sus estatutos o reglamento de la junta el derecho de asistencia a la junta por medios telemáticos, con reconocimiento al derecho de representación, y la obligación de comunicar los pactos parasociales de ejercicio de voto o sobre transmisibilidad de valores. Salvo esta exigencia, el régimen societario de las emisiones de valores contratados a través de las plataformas está muy descuidado. Por ejemplo, no se regula ni el derecho de acompañamiento, que permite al inversor vender en las mismas condiciones que el socio de control (*tag along*), ni el derecho de arrastre, reverso del anterior, que permite obligar al inversor a vender con el socio que cede el control para no frustrar la operación de adquisición de la sociedad por un tercero (*drag along*), cláusulas habituales en las plataformas de préstamos.³⁴

VIII. NORMAS DE CONDUCTA

Las plataformas de financiación participativa deben cumplir principios y obligaciones de conducta similares a las que rigen para las empresas de servicios de inversión. Deben “*ejercer su actividad de acuerdo con los principios de neutralidad, diligencia y transparencia y con arreglo al mejor interés del cliente*”. Si bien la «neutralidad» es un principio específico de las plataformas que no se exige a las empresas de servicios de inversión, es también un principio propio de las infraestructuras del mercado. Conforme a este principio las plataformas no deben o no deberían participar en los negocios de las empresas que participan en el mercado. Sin embargo, como desarrollamos más adelante, en contra del principio de neutralidad, el artículo 63 de la Ley permite a las plataformas participaciones no significativas en los proyectos que gestiona.

El principio de diligencia exige una actuación profesional. Las plataformas son empresas especializadas en la gestión de la financiación participativa y el canon de diligencia es elevado.

A su vez, la transparencia informativa es un principio general del mercado financiero que también rige la actuación de las plataformas. Sigue siendo la vía elegida para proteger al

³⁴ Vid. ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, Segismundo, “El «equity crowdfunding» o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación”, op. cit., págs. 49-51.

inversor, principio que también se aplica a los promotores en sus relaciones con los inversores. Dada la importancia de la transparencia, el artículo 60.3 de la Ley precisa que la información sobre los derechos y obligaciones que asumen los clientes al operar a través de la plataforma debe ser “*clara, oportuna, suficiente, objetiva y no engañosa*”. Son características comunes a la información que deben suministrar los prestadores de servicios de inversión, salvo el carácter “objetivo” de la información. Las plataformas actúan como analistas de los proyectos y resulta esencial que la información que suministran a los inversores sea objetiva. En este sentido no pueden dar su opinión sobre los proyectos. Tienen prohibido realizar recomendaciones personalizadas incompatibles con el principio de objetividad.

Por fin, la actuación de las plataformas debe orientarse al mejor interés de sus clientes, tanto de los inversores como el de los promotores. Las plataformas son prestadoras de un servicio de intermediación en el mejor interés de los clientes por lo que deben evitar cualquier conflicto de interés.

1. Clasificación del inversor

Al prestar servicios a los inversores las plataformas deben distinguir entre los inversores “acreditados” y “no acreditados”, con el fin de ofrecer una protección reforzada a los no acreditados, clientes más vulnerables ante los riesgos de la financiación participativa. Esta clasificación se solapa con la distinción entre inversores “profesionales” y “minoristas” del artículo 78 bis de la LMV, procedente de la MiFID.

El artículo 81 de la Ley que regula las PFP define los inversores acreditados y considera que todo inversor que no cumpla los requisitos para ser clasificado de inversor acreditado “*tendrá la consideración de no acreditado*”. Sigue aquí la técnica MiFID de considerar “*minoristas a todos aquellos que no sean profesionales*” (art. 78 bis.4 LMV).

Se consideran inversores acreditados los que invierten en participaciones de sociedades limitadas o en préstamos incluidos en el listado de inversores profesionales *de iure* del artículo 78 bis.3 de la LMV, con la salvedad de que se reducen los requisitos cuantitativos de los empresarios del apartado c) del citado artículo, pues para ser inversor acreditado basta que cumplan dos de las siguientes tres condiciones, a saber, que el total activo alcance un millón de euros, que la cifra anual de negocios alcance los dos millones o que los recursos propios alcancen los 300.000 euros. Cumplir dos de estos tres requisitos es el «umbral contable» que convierte a un empresario inversor en acreditado.

De lo anterior se deduce que algunos empresarios que por sus datos contables no son inversores profesionales por MiFID, en relación con sus inversiones en participaciones sociales o préstamos en plataformas participativas son considerados inversores acreditados.

Además, las personas físicas que acrediten ingresos anuales superiores a 50.000 euros o un patrimonio financiero superior a 100.000 euros, las pymes que sean personas físicas y en

general todas las personas jurídicas pueden solicitar ser tratados como inversores acreditados cuando inviertan en participaciones sociales o en préstamos. La solicitud requiere para ser admitida que vaya acompañada de una renuncia a ser tratado como cliente no acreditado y la previa evaluación de la experiencia y conocimientos del cliente de tal modo que permita que la plataforma se asegure de que el cliente *“puede tomar sus propias decisiones de inversión y comprende sus riesgos”*. En este aspecto de la evaluación del cliente la Ley que regula las PFP va más allá de la LMV, pues exige «asegurarse» de que el cliente comprende los riesgos, frente a la LMV en la que al prestador le basta con verificar la adecuación del producto al perfil del cliente y advertirle cuando no es adecuado.

Además, los inversores que acrediten haber contratado un servicio de asesoramiento financiero por parte de una empresa de servicios de inversión se consideran acreditados. Con esta medida, procedente de la regulación del Reino Unido, se prima el asesoramiento como refugio frente a la creciente complejidad de los instrumentos financieros.³⁵ Se considera que la mejor forma de acceder a mercados de riesgo como el gestionado por las plataformas de financiación participativa es a través de un asesor financiero registrado en la CNMV. La intervención del asesor determina la aplicación de la normativa MiFID, y en particular obliga al asesor a realizar un test de idoneidad. De tal modo que la recomendación de la inversión se condiciona a su adecuación a los conocimientos, experiencia, situación financiera y objetivos de inversión del cliente. Con esta medida se condiciona el acceso de los inversores no acreditados, por encima de los 3.000 euros por proyecto y 10.000 por año, a la idoneidad del inversor evaluada por el asesor. Pero no basta con acreditar que tienen contratado un servicio de asesoramiento, pues resulta necesario que el inversor manifieste que para determinada inversión se evaluado su idoneidad por parte del asesor.

Por lo demás, todo inversor acreditado debe manifestar ante la plataforma que está expuesto a mayor riesgo y goza de menor protección. Una declaración de ciencia que invierte la carga de la prueba en caso de que se plantee un contencioso entre el cliente y la plataforma. En caso de que se plantee un contencioso entre el cliente y la plataforma será el cliente quien deberá probar que pese a la manifestación realizada desconocía el mayor riesgo y la pérdida de protección que asumía al ser clasificado como cliente acreditado.

Con este sistema que venimos describiendo se protege más a los clientes que invierten en proyectos financiados por acciones y obligaciones que a los que invierten en participaciones o préstamos, pues para estos las barreras para acreditarse son menores.

Estamos ante un sistema de clasificación difícil de aprender y muy difícil de gestionar. Asimilar la clasificación MiFID de los inversores entre profesionales y minoristas ha requerido varios años y programas de formación de los empleados y de educación financiera de los clientes.

³⁵ Vid. FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY: *The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media*, PS14/4, 6 March 2014.

Ahora con las plataformas de financiación participativa se crea un nuevo sistema más complejo que no coincide con los conceptos MiFID. Debería simplificarse y converger con los conceptos MiFID ya asimilados por los participantes en el mercado.

2. Obligaciones de información

En el marco de los principios que rigen el ejercicio de su actividad y, en particular, del de transparencia, las plataformas deben cumplir determinadas obligaciones de información. Como elemento principal de esta obligación, las plataformas deben destacar en su página web la denominada “información básica para el cliente” y hacerlo en términos breves y sencillos. Por información básica para el cliente se entiende la información sobre las tarifas, sobre el procedimiento de contratación y forma de facturación, así como las advertencias del riesgo de pérdida del capital y de iliquidez de la inversión. Como dice la exposición de motivos de la Ley: *“debe quedar claro que la inversión en estos proyectos es intrínsecamente arriesgada tanto porque el promotor puede ser incapaz de devolver o remunerar los fondos recibidos, como por el hecho de que la plataforma, en su papel de intermediador y sin perjuicio de la diligencia que se le debe exigir, no garantiza en ningún momento la solvencia o viabilidad del promotor”*.

Asimismo se debe advertir en la página web que la plataforma no es ni una empresa de servicios de inversión ni una entidad de crédito, que no está adherida a ningún fondo de garantía, y que los proyectos y la información sobre los mismos no han sido supervisados por las autoridades financieras.

Además de estas informaciones básicas, en la página web de la plataforma se deben recoger otras informaciones relevantes sobre el funcionamiento de la plataforma como las medidas antifraude y de prevención de los conflictos de interés, y los procedimientos de reclamación. También debe informar en la web de la selección de los proyectos, del tratamiento y publicación de la información recibida de los promotores, y de los productos de inversión con los que opere, así como del mecanismo de prestación del servicio tras el cese de la actividad. Asimismo, en la web debe figurar si la plataforma presta servicios de pago como entidad de pago híbrida y si ofrece el servicio de recobro de deudas.

Las plataformas deben conservar a disposición de la CNMV durante al menos cinco años la información, sin perjuicio de conservar la documentación durante el plazo de prescripción o de caducidad de las acciones que puedan ser ejercitadas por los clientes.

3. Conflictos de interés

Las plataformas de financiación participativa deben contar con políticas de gestión de los conflictos de interés similares a las que existen para los prestadores de servicios de inversión. En este sentido, la política de gestión de conflictos de interés se rige por el principio de proporcionalidad, es decir, es una exigencia que se ajusta al tamaño y organización de la plataforma. Esta política alcanza a los administradores, directivos, empleados y socios de la

plataforma. Los altos cargos y empleados de la plataforma tienen prohibido realizar actividades en conflicto de interés. No pueden asesorar sobre los proyectos publicados en la plataforma. La prestación por los socios del servicio de asesoramiento de inversiones se condiciona a la adecuada gestión del conflicto de interés.

4. Proyectos vinculados y comercialización

En contra del principio de neutralidad y comprometiendo una adecuada prevención de los conflictos de interés, la Ley admite que las plataformas participen en los proyectos cuya financiación gestionan. La mejor doctrina ha destacado la importancia de prohibir esta clase de participación. Sin embargo, el artículo 63 de la Ley permite a las plataformas participar en los proyectos publicados en la plataforma hasta en un 10 por ciento del objetivo de financiación, aunque sin llegar en ningún caso a controlar la empresa.³⁶ Las plataformas deben informar a los inversores del importe de su participación. Incluso se admite que las plataformas puedan seleccionar proyectos en los que sean promotores, siempre que no representen más del 10 por ciento de los proyectos publicados.

Además, los altos cargos, socios con participación significativa y personas vinculadas a los mismos, pueden participar hasta el límite del 10 por ciento en los proyectos que promuevan y sean publicados por la plataforma.

Por lo demás, las plataformas pueden comercializar y realizar publicidad sobre proyectos publicados en la plataforma *“siempre y cuando la selección de los mismos se base en criterios objetivos y no discriminatorios”* y respetando el deber de neutralidad (cfr. art. 64). Actividad comercial que también compromete la necesaria neutralidad de la plataforma, aunque se condicione a la selección objetiva de los proyectos.

Es una cuestión de principios. La plataforma debe ser una vitrina de proyectos para facilitar que los inversores los conozcan y decidan invertir en los mismos. La participación en los proyectos o en su comercialización debería haber sido prohibida.

Lo que sí se prohíbe es participar en proyectos publicados en otras plataformas, que si bien supone un conflicto de interés no es de la misma intensidad que el que surge de participar en proyectos de la propia plataforma.

IX. RÉGIMEN DE SUPERVISIÓN, INSPECCION Y SANCIÓN

³⁶ El Dictamen del Consejo de Estado justifica la conveniencia de permitir a las plataformas participar hasta el 10% en los proyectos publicados en razón a que en la práctica *“el éxito o fracaso de un proyecto depende de que la PFP complete el importe de la financiación solicitada”*. Siendo así, debería ser una medida temporal y excepcional, aspectos no contemplados en la Ley.

La Ley dedica un capítulo del título dedicado a las plataformas de financiación participativa a la supervisión, inspección y sanción. Son funciones de control que corresponden a la CNMV. Respecto de las plataformas de préstamos, rige el principio de cooperación y colaboración del Banco de España, quien deberá facilitar a la CNMV la información y asistencia que precise, y desarrollar, a petición de la CNMV, las facultades que le corresponden frente a las entidades de crédito.

Las plataformas deben remitir a la CNMV las cuentas anuales auditadas, acompañadas del informe de auditoría y la memoria con el contenido fijado en la Ley. Además, la CNMV puede requerir de las plataformas cuanta documentación considere precisa para el adecuado ejercicio de sus funciones de inspección.

Respecto al régimen sancionador, le corresponde a la CNMV incoar los expedientes sancionadores. Los acuerdos de incoación deben ser comunicados al Ministerio.

La Ley enumera las infracciones atendiendo a su gravedad y las sanciones correspondientes, con la estructura habitual del procedimiento sancionador de los intermediarios financieros.³⁷ Se aplica subsidiariamente el régimen sancionador del mercado de valores. Por infracción muy grave la sanción puede llegar a ser una multa del 10 por ciento del volumen de negocio neto anual o de 200.000 euros, con revocación de la autorización para operar y separación del cargo de administrador con inhabilitación por 10 años.

No existe un régimen de gestión de la crisis de las plataformas. Es una laguna importante, pues en un mercado de nueva creación es previsible el fracaso de los operadores, y no hay que descartar, dada la estructura del negocio, la existencia de casos puntuales de fraude.

X. REFLEXIÓN FINAL

Lejos de ser un marco sencillo, facilitador de la actividad de las plataformas de financiación participativa como nueva vía de financiación empresarial, la Ley española del Crowdfunding regula con excesivo detalle las plataformas más allá de lo necesario para facilitar el negocio en un ambiente seguro. El régimen legal es tan intenso que deja poco espacio al desarrollo reglamentario.

Una nueva figura del mercado financiero debe contar con un marco legal flexible, basado en principios, dejando al reglamento y a los criterios del supervisor la concreción de la norma. Sin embargo, en España se regulan más las plataformas que las bolsas. La LMV dedica un capítulo con 11 artículos a las bolsas y la Ley de fomento de la financiación empresarial dedica un título con seis capítulos y 47 artículos a las plataformas de financiación participativa.

³⁷ Vid. Artículo 98 LMV.

El marco legal crea una elevada carga de cumplimiento normativo, lo cual encarece el negocio y lo puede hacer inviable. Se corre el riesgo de que el negocio de las plataformas se traslade a otros Estados miembros de la Unión Europea que ofrezcan un ambiente más sencillo y seguro. La doctrina destaca la importancia de contener el coste de la gestión de los proyectos de financiación participativa. Se trata de facilitar la creación de portales que sirvan de cauce a la financiación de las pequeñas y medianas empresas que no pueden hacer frente a los costes de acudir a ofertas públicas destinadas a la cotización en bolsa o al MAB. La intensa regulación de las plataformas supone un coste elevado que encarece la prestación del servicio y dificulta el desarrollo del negocio.³⁸

Desde el punto de vista técnico, estamos ante un texto legal que parece un reglamento, con muchas remisiones que dificultan su comprensión. Crea un nuevo estatuto para las plataformas, cuando hubiera sido preferible limitarse a levantar las reservas legales de las actividades financieras o a encuadrar la figura como nueva modalidad de empresa de servicios de inversión sometida a un régimen aligerado de normas de conducta. La gestión de sistemas multilaterales de negociación es un servicio de inversión con cierta analogía en cuanto a sus principios con las plataformas de financiación participativa. Nada impide crear un nuevo tipo de empresa de servicios de inversión dedicada a la gestión de plataformas de financiación participativa, con un régimen especial en cuanto a la prestación de servicios sobre productos financieros distintos de los valores negociables.

En este sentido, el Gobierno debería ampliar el catálogo de instrumentos financieros para incluir las participaciones sociales en el artículo 2 de la LMV.³⁹ Al mismo tiempo, debería añadir el servicio que prestan las plataformas como un nuevo servicio de inversión. De este modo quedaría encuadrada la actividad de las PFP en el marco legal del mercado de valores y se podría dotar a este intermediario de un estatuto simplificado. Este encuadramiento dotaría de seguridad jurídica a la actividad de las plataformas y de protección a sus clientes. Por supuesto, habría que incluir en la LMV las especialidades de las plataformas como prestador del servicio consistente en la gestión de un sistema de contratación de instrumentos financieros a través de internet. Los préstamos contratados a través de las plataformas son productos financieros

³⁸ Como dice Segismundo ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, “*Los requisitos de capitalización, supervisión y registro no deben ser demasiado onerosos, para evitar que supongan insalvables barreras de entrada a nuevas PFP*” (en “El «equity crowdfunding» o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación”, op. cit., pág. 55).

³⁹ A tenor de las habilitaciones contenidas en los artículos 2.1.k) y 63.5 LMV. El supervisor italiano ya ha procedido a incluir las participaciones de las sociedades limitadas ofrecidas por los portales de *crowdfunding* en la lista de instrumentos financieros [art. 2, h) Reg. CONSOB núm. 1852, 26 junio 2013]. Comentado por Andrea GUACCERO en “La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding”, *Banca Borsa Titoli di Credito*, Vol. 67, núm. 6, 2014, pág. 715.

que quedarían asimilados a los instrumentos financieros en cuanto a la actividad de las plataformas.

Bibliografía

ALBA FERNÁNDEZ, Manuel; RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa: “Las agencias de rating como terceros de confianza: responsabilidad civil extracontractual y protección de la seguridad del tráfico”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 120, octubre-diciembre 2010, págs. 141-177.

ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, Segismundo: “El «equity crowdfunding» o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación”, *Cuadernos de derecho y comercio*, 2014, núm. 61, págs. 13-58.

ALVISI, Paola: “Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico”, *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 10, 2014, págs. 1-22.

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CROWDFUNDING: *Propuesta para el Senado*, 5 de febrero de 2015, pág. 2. Disponible en http://web.spaincrowdfunding.org/wp-content/uploads/2015/02/Propuesta-para-el-Senado_signed.pdf.

BRADFORD, C. Steven: “Crowdfunding and the federal securities laws”, *Columbia Business Law Review*, num. 1, 2012, pp. 1-150.

LASSERRE CAPDEVILLE, Jérôme: “La réforme du crowdfunding en droit français: les aspects du droit bancaire”, *Revue générale du droit, Etudes et réflexions*, 2015, no. 4, págs. 1-10.

CARPI MARTÍN, Rebeca: “Las instituciones microfinancieras y su relación con las plataformas de financiación participativa que contempla el proyecto de ley de fomento de la financiación empresarial”, *Cuadernos de la Cátedra Garrigues*, vol. 1, diciembre 2014, págs. 49-57.

CARRASCO PERERA, Ángel: “Proyecto de ley de fomento de la financiación empresarial: la financiación participativa a través de plataformas de «crowdfunding»”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 12, 2014, págs. 185-197.

COMISIÓN EUROPEA: *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones «Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea»*, Bruselas, 27.3.2014, COM(2014) 172 final.

CUESTA Sainz, Carmen; FERNÁNDEZ DE LIS, Santiago; ROIBAS, Irene; RUBIO, Ana; RUESTA, Macarena; TUESTA, David; y URBIOLA, Pablo: “Crowdfunding en 360º: alternativa de financiación en la era digital”, *BBVA Research, Observatorio de Economía Digital*, 28 de octubre de 2014. Disponible en https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2015/01/Observatorio_crowdfunding.pdf.

EUROPEAN BANKING AUTHORITY: *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, EBA/Op/2015/03, 26 February 2015.

EUROPEAN COMMISSION: *Crowdfunding innovative ventures in Europe. The financial ecosystem and regulatory landscape*, Directorate-General of Communications Networks, Content & Technology, Brussels, 2014.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY: *Advice Investment-based crowdfunding*, ESMA/2014/1560, 18 December 2014.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY: *The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media*, PS14/4, 6 March 2014.

GIMENO, Miguel: «Aproximación a la naturaleza jurídica del “crowdfunding”», *Revista de derecho mercantil*, núm. 291, 2014, págs. 451-490.

GUACCERO, Andrea: “La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding”, *Banca Borsa Titoli di Credito*, Vol. 67, núm. 6, 2014, págs. 699-725.

HAZEN, Thomas Lee: “Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned on Meaningful Disclosure”, *North Carolina Law Review*, 2012, num. 90, pp. 1735-1770.

HOWE, Jeff: *Crowdsourcing: Why the Power of the Crowd Is Driving the Future of Business*, New York, 2009.

IBRAHIM, Darian M.: “Equity Crowdfunding: A Market for Lemons?”, *William & Mary Law School Research Paper*, no. 09-292, 2014.

KIRBY, Eleanor; WORNER, Shane: “Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast”, *Staff Working Paper of the IOSCO Research Department*, SWP3/2014.

LAUDONIO, Aldo: “La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding”, *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2014, núm. 1, págs. 1-43.

MENÉNDEZ, Álvaro y MULINO, Maristela: “Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa según la encuesta semestral del BCE”, *Boletín Económico*, Banco de España, febrero 2015, págs. 45-52.

RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa: *El régimen jurídico de los Mercados Electrónicos Cerrados (e-Marketplaces)*, Madrid, 2006.

RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa: “Las plataformas de financiación participativa

(*crowdfunding*) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: Concepto y funciones”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 15, 2014, págs. 1- 19 (versión electrónica).

SCHWARTZ, Andrew A., “Crowdfunding Securities”, *Notre Dame Law Review*, 2013, vol. 88, p. 1457-1490.

TAMBUCCI, Martina: “Il ruolo degli intermediari tradizionali e degli investitori professionali nell'Equity Crowdfunding”, *Aspetti giuridici del crowdfunding*, 2013, págs. 89-93. Disponible en <http://blog.crowdfuture.net/post/80688162524/aspetti-giuridici-del-crowdfunding-crowdfuture>.

ZUNZUNEGUI, Fernando: “Crowdfunding sin Ley de bienvenida”, *El País*, 17 de abril de 2015. Disponible en http://economia.elpais.com/economia/2015/04/16/actualidad/1429195565_310699.html.

ZUNZUNEGUI, Fernando: “Hacia un estatuto del inversor”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, *Working Paper* 1/2006, diciembre de 2006; publicado en *Anuario Euro-Peruano del Derecho del Comercio*, núm. 2/3, Perú, 2007, pp. 21-52.