



UNIVERSITAT DE  
BARCELONA

## El análisis de las plataformas de financiación participativa: una nueva forma de financiación

Shu Jingyi

**ADVERTIMENT.** La consulta d'aquesta tesi queda condicionada a l'acceptació de les següents condicions d'ús: La difusió d'aquesta tesi per mitjà del servei TDX ([www.tdx.cat](http://www.tdx.cat)) i a través del Dipòsit Digital de la UB ([diposit.ub.edu](http://diposit.ub.edu)) ha estat autoritzada pels titulars dels drets de propietat intel·lectual únicament per a usos privats emmarcats en activitats d'investigació i docència. No s'autoritza la seva reproducció amb finalitats de lucre ni la seva difusió i posada a disposició des d'un lloc aliè al servei TDX ni al Dipòsit Digital de la UB. No s'autoritza la presentació del seu contingut en una finestra o marc aliè a TDX o al Dipòsit Digital de la UB (framing). Aquesta reserva de drets afecta tant al resum de presentació de la tesi com als seus continguts. En la utilització o cita de parts de la tesi és obligat indicar el nom de la persona autora.

**ADVERTENCIA.** La consulta de esta tesis queda condicionada a la aceptación de las siguientes condiciones de uso: La difusión de esta tesis por medio del servicio TDR ([www.tdx.cat](http://www.tdx.cat)) y a través del Repositorio Digital de la UB ([diposit.ub.edu](http://diposit.ub.edu)) ha sido autorizada por los titulares de los derechos de propiedad intelectual únicamente para usos privados enmarcados en actividades de investigación y docencia. No se autoriza su reproducción con finalidades de lucro ni su difusión y puesta a disposición desde un sitio ajeno al servicio TDR o al Repositorio Digital de la UB. No se autoriza la presentación de su contenido en una ventana o marco ajeno a TDR o al Repositorio Digital de la UB (framing). Esta reserva de derechos afecta tanto al resumen de presentación de la tesis como a sus contenidos. En la utilización o cita de partes de la tesis es obligado indicar el nombre de la persona autora.

**WARNING.** On having consulted this thesis you're accepting the following use conditions: Spreading this thesis by the TDX ([www.tdx.cat](http://www.tdx.cat)) service and by the UB Digital Repository ([diposit.ub.edu](http://diposit.ub.edu)) has been authorized by the titular of the intellectual property rights only for private uses placed in investigation and teaching activities. Reproduction with lucrative aims is not authorized nor its spreading and availability from a site foreign to the TDX service or to the UB Digital Repository. Introducing its content in a window or frame foreign to the TDX service or to the UB Digital Repository is not authorized (framing). Those rights affect to the presentation summary of the thesis as well as to its contents. In the using or citation of parts of the thesis it's obliged to indicate the name of the author.



UNIVERSITAT DE  
BARCELONA

---

Facultat de Dret

Programa de Doctorado en Derecho y Ciencia Política

Línea de Investigación: Derecho civil

**EL ANÁLISIS DE LAS PLATAFORMAS DE  
FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA  
– UNA NUEVA FORMA DE FINANCIACIÓN**

SHU JINGYI

BARCELONA, 2021





UNIVERSITAT DE  
BARCELONA

---

Facultat de Dret

Programa de Doctorado en Derecho y Ciencia Política

Línea de Investigación: Derecho civil

**EL ANÁLISIS DE LAS PLATAFORMAS DE  
FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA  
– UNA NUEVA FORMA DE FINANCIACIÓN**

Director/a: Mariló Gramunt Fombuena

Tutor/a: Mariló Gramunt Fombuena

SHU JINGYI

BARCELONA, 2021



*A mis padres,*

*Por su amor y apoyo incondicional.*

*A Mariló,*

*Por su paciencia y apoyo en la formación académico para convertirme en ser un profesional y su compañía todo el tiempo en Barcelona.*



## ÍNDICE

Abreviaturas .....	1
Resumen .....	7
Introducción .....	11
1. Ámbito de estudio.....	13
2. Método de estudio.....	18
3. Estructura del trabajo .....	20
Capítulo I. Aproximación al crowdfunding .....	25
1. Origen de la idea del crowdfunding.....	27
1.1. La revolución digital y la economía basada en las plataformas.....	27
1.2. La crisis económica y la dificultad de obtener financiación.....	31
1.3. La necesidad de inversión .....	35
2. Delimitación del concepto del crowdfunding .....	37
2.1. Crowdfunding .....	37
2.2. Crowdsourcing .....	39
2.3. Crowdlending .....	40
2.4. Shadow banking.....	41
2.5. Economía colaborativa.....	42
3. Las modalidades del crowdfunding .....	45
3.1. Crowdfunding de inversión.....	46
3.2. Crowdfunding de préstamos .....	50
3.3. Crowdfunding de recompensas .....	53
3.4. Crowdfunding de donaciones.....	56
Capítulo II. Análisis de la relación jurídica del crowdfunding en España.....	59
1. Las plataformas de financiación participativa.....	61
1.1. El concepto legal de plataforma de financiación participativa.....	62
1.1.1. ¿Qué es la plataforma de financiación participativa? .....	62



1.1.2. ¿Qué no es la plataforma de financiación participativa? .....	66
1.2. El objeto social de la plataforma .....	69
1.2.1. Servicios generales .....	70
1.2.2. Servicios auxiliares .....	79
1.2.3. Limitación de los servicios prestados .....	88
1.3. Principios del desarrollo de actividades .....	93
1.3.1. Principio de neutralidad .....	94
1.3.2. Principio de diligencia .....	100
1.3.3. Principio de transparencia .....	102
1.3.4. Principio de actuar con mejor interés de los clientes .....	105
1.4. Registro de la plataforma .....	107
1.4.1. Procedimiento de autorización .....	109
1.4.2. Requisitos de la solicitud .....	110
1.5. Plataformas de financiación híbridas .....	121
1.5.1. Naturaleza jurídica de la hibridación .....	121
1.5.2. Requisitos para ejercer la actividad .....	124
1.5.3. Requisitos de la solicitud .....	125
1.5.4. Poder de autorización y supervisión .....	127
2. Los promotores .....	129
2.1 El concepto legal de promotor .....	129
2.1.1. El promotor persona física .....	129
2.1.2. El promotor persona jurídica .....	131
2.2. Las modalidades de proyectos de la financiación participativa .....	133
2.2.1. Proyectos de valores .....	134
2.2.2. Proyectos de valores de sociedad de responsabilidad limitada .	135
2.2.3. Proyectos de préstamos .....	137
2.3. Los proyectos de financiación .....	139
2.3.1. Destino de la financiación .....	140
2.3.2. Límites de los proyectos .....	140



2.1.1. Relación entre el usuario y la plataforma.....	224
2.1.2. Responsabilidad por el incumplimiento de las obligaciones.....	228
2.2. Las obligaciones y responsabilidades derivadas de la relación entre el promotor y los inversores.....	229
2.2.1. Especialidad de la participación de “consumidor” .....	230
2.2.2. Obligaciones comunes.....	233
2.2.3. Obligaciones en contratos específicos .....	237
2.2.4. Responsabilidad derivada de la relación promotor-inversor.....	241
Capítulo IV. Análisis de las plataformas del crowdfunding: una visión desde el derecho comparado.....	247
1. Tipos del crowdfunding regulados en otros ordenamientos jurídicos.....	249
1.1. Estados Unidos .....	250
1.2. China.....	256
1.3. Reino Unido .....	261
1.4. Francia .....	264
2. Requisitos de los sujetos.....	267
2.1. Plataforma de financiación participativa.....	267
2.1.1. Requisitos del registro de plataforma .....	268
2.1.2. Servicios prestados por la plataforma.....	276
2.2. Promotor .....	281
2.2.1. Limitación del promotor y del proyecto .....	281
2.2.2. Requisitos corporativos del promotor .....	283
2.2.3. Supervisión del proyecto y del promotor.....	284
2.2.4. Publicación de los proyectos .....	286
2.3. Inversor .....	287
2.3.1. Limitación de aportación .....	287
2.3.2. Clasificación de los inversores.....	289
2.3.3. Otras medidas de protección .....	290
3. Deberes de información .....	291

3.1. Condición básica del promotor.....	292
3.2. Condición financiera del promotor .....	294
3.3. Datos del proyecto .....	296
3.4. Datos sobre el funcionamiento de la plataforma.....	300
Capítulo V. El desarrollo de la financiación participativa Española en el futuro .....	305
1. Adaptación al futuro reglamento 2020/1503.....	307
1.1. Reglamento y la legislación nacional .....	308
1.2. Ámbito de aplicación .....	309
1.3. Proveedor de servicio de financiación participativa: un doble papel.....	312
1.3.1. Denominación del intermediario financiero.....	312
1.3.2. Requisito societario.....	313
1.3.3. Proveedor de servicios de financiación participativa .....	314
1.3. Restricción del promotor y proyecto.....	325
1.4. Medidas de protección de los inversores .....	326
1.4.1. Período de reflexión precontractual .....	327
1.4.2. Deberes de información.....	329
1.5. Responsabilidad del proveedor.....	331
2. El reto de la revolución digital .....	332
2.1. Una nueva forma de intermediación: <i>Blockchain</i> .....	333
2.1.1. Teoría básica del funcionamiento de cadena de bloques .....	333
2.1.2. Limitación de la tecnología de cadena de bloques .....	338
2.2. Nueva forma de inversión: la criptomoneda.....	341
2.3. Desafío regulatorio sobre <i>Fintech</i> - ICO.....	343
Capítulo VI. Mejora en la tutela jurídica del inversor .....	351
1. Mecanismo interno de la plataforma de financiación participativa .....	354
1.1. Reglamento interno de compañía .....	354
1.2. Servicios auxiliares .....	358
1.3. Límites de la inversión .....	360
1.4. La intermediación y recursos apropiados de la plataforma.....	361

1.4.1. Requisitos financieros de la PFP .....	361
1.4.2. Medios adecuados .....	362
1.5. Planes de contingencia .....	364
2. Supervisión por asociaciones.....	366
2.1. Las asociaciones en España .....	366
2.2. Admisión y supervisión.....	368
3. Supervisión por parte de los organismos públicos.....	371
3.1. Debilitar la función de supervisión de la CNMV .....	372
3.2. Reforzar la función de orientación de la CNMV .....	374
3.3. Proporcionar medidas flexibles a la tecnología nueva .....	374
4. Hacia una regulación adaptada y aplicación de nueva tecnología a la financiación participativa .....	375
5. Medidas suplementarias para minimizar el riesgo .....	378
5.1. Educación a los clientes.....	378
5.2. Sistema de confianza .....	380
5.2.1. Sistema de información crediticia .....	380
5.2.2. Reputación de la plataforma .....	382
5.3. Protección de los socios minoritarios.....	385
5.3.1. Procedimiento de la ampliación de capital y su ejecución.....	386
5.3.2. Tutela del derecho de los inversores .....	389
5.4. Protecciones de otros derechos en el negocio .....	397
5.4.1. Protección de datos personales.....	397
5.4.2. Protección de la propiedad intelectual e industrial.....	400
Conclusiones .....	403
Bibliografía.....	419
Anexo .....	451

## ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1 Intensidad de la búsqueda de “crowdfunding” desde 2004.....	27
Cuadro 2 Renta personal disponible de España desde 2000 .....	36
Cuadro 3 Comparación del crowdfunding .....	58
Cuadro 4 El sistema de pago en la PFP .....	78
Cuadro 5 Plazo de la autorización de PFP .....	109
Cuadro 6 Plataformas operativas de crowdfunding en China 2011-2019 .....	258
Cuadro 7 Comparación de los servicios auxiliares en los tres textos del Reglamento .....	318



## ABREVIATURAS

<b>ACLE</b>	Asociación de Crowdlending España
<b>Adigital</b>	Asociación Española de la Economía Digital
<b>AEC</b>	Asociación Española de Crowdfunding
<b>AEFI</b>	Asociación Española de Fintech e Insurtech
<b>ACPR</b>	Autoridad de Supervisión Prudencial y Resolución ( <i>Autorité de contrôle prudentiel et de résolution</i> )
<b>AEVM</b>	Autoridad Europea de Valores y Mercados
<b>Agenda Europea</b>	Una Agenda Europea para la economía colaborativa
<b>AMF</b>	Autoridad de Mercados Financieros ( <i>Autorité des marchés financiers</i> )
<b>Art.</b>	Artículo
<b>Arts.</b>	Artículos
<b>BA</b>	Administración básica sobre la plataforma online de financiación para organizaciones benéficas ( <i>Basic administration of online fundraising platform for charitable organizations</i> )
<b>BOE</b>	Boletín Oficial del Estado
<b>BORME</b>	Boletín Oficial del Registro Mercantil
<b>Borrador de Directiva</b>	Borrador de Directiva en materia de plataformas en línea ( <i>online intermediary platforms</i> )
<b>BTS</b>	Especificaciones técnicas básicas de la plataforma online de financiación para organizaciones benéficas ( <i>Basic administration of online fundraising platform for charitable organizations</i> )
<b>CIP</b>	Asesor sobre Inversión Participativa ( <i>Conseiller en Investissement Participatif</i> )
<b>Cit.</b>	Citada
<b>CMF</b>	Código Monetario y Financiero ( <i>Code monétaire et financier</i> )



<b>CNMV</b>	Comisión Nacional del Mercado de Valores
<b>COBS</b>	<i>Conduct of Business Obligations</i>
<b>CP</b>	Informe de consulta ( <i>Consultation Paper</i> )
<b>DP</b>	Informe de discusión ( <i>Discussion paper</i> )
<b>ECN</b>	<i>European Crowdfunding Network</i>
<b>Enmienda</b>	Enmienda del Reglamento 2020/1503
<b>Etc.</b>	Etcétera
<b>FCA</b>	Autoridad de Conducta Financiera ( <i>Financial Conduct Authority</i> )
<b>FSB</b>	Consejo de Estabilidad Financiera ( <i>Financial Stability Board</i> )
<b>ICO</b>	Oferta inicial de monedas ( <i>Initial Coin Offering</i> )
<b>IFP</b>	Intermediario sobre Financiación Participativa ( <i>Intermédiaire en Financement Participatif</i> )
<b>IPO</b>	Oferta pública de venta ( <i>Initial Public Offering</i> )
<b>JOBS Act</b>	<i>Jumpstart Our Business Startups Act, H.R. 3606</i>
<b>Ley 24/1988</b>	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores
<b>Ley 7/1998</b>	Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre condiciones generales de la contratación
<b>Ley 16/2011</b>	Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo
<b>Ley concursal</b>	Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal
<b>Ley de sociedades de capital</b>	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital
<b>LFPE</b>	Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial
<b>LMD</b>	Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre mercados disputables y equitativos en el sector digital (Ley de Mercados Digitales)
<b>LMV</b>	Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores

<b>LOPDGDD</b>	Ley Orgánica 3/2018 de Protección de Datos Personales y garantía de los derechos digitales
<b>LSD</b>	Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a un mercado único de servicios digitales (Ley de servicios digitales) y por el que se modifica la Directiva 2000/31/CE
<b>LSSI</b>	Ley 34/2002, de 11 de julio, de Servicios de la Sociedad de la Información y de Comercio Electrónico
<b>Medidas provisionales</b>	Medidas provisionales para la gestión de las actividades comerciales de las instituciones intermediarias de información crediticia en línea ( <i>Interim measures for the administration of the business activities of online lending information intermediary institutions</i> )
<b>MiFID</b>	Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros
<b>No.</b>	Número
<b>ORIAS</b>	Registro Único de Intermediarios Financieros de Seguros, Banca y Finanzas (Organisme pour le registre unique des intermédiaires en assurance, banque et finance)
<b>P.</b>	Página(s)
<b>PFP</b>	Plataforma de Financiación Participativa
<b>Plan de Implementación</b>	Aviso de la Comisión Reguladora de Valores de China, el Departamento de Publicidad del Comité Central del CPC, la Oficina General del Grupo Directivo del Comité Central del CPC para el Mantenimiento de la Estabilidad, y otros departamentos sobre la emisión del plan de implementación para la rectificación especial de los riesgos en el crowdfunding de inversión ( )
<b>Propuesta de Reglamento</b>	Propuesta de Reglamento del Parlamento Europea y del Consejo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación

	participativa para empresas
<b>PS</b>	Declaración política ( <i>Policy Statement</i> )
<b>PSFP</b>	Proveedores europeos de Servicios de Financiación Participativa
<b>PSI</b>	Prestador de Servicio de Inversión ( <i>Prestataire de Service d'Investissement</i> )
<b>PYME</b>	Pequeñas y Medianas Empresas
<b>RD</b>	Real Decreto
<b>RD 19/2018</b>	Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera
<b>RD 736/2019</b>	Real Decreto 736/2019, de 20 de diciembre, de régimen jurídico de los servicios de pago y de las entidades de pago y por el que se modifican el Real Decreto 778/2012, de 4 de mayo, de régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico, y el Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito
<b>Reglamento 2017/1129</b>	Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE
<b>Reglamento 2020/1503</b>	Reglamento 2020/1503 del Parlamento Europea y del Consejo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas
<b>RGPD</b>	Reglamento (UE) 2016/679 del Parlamento europeo y del Consejo, de 27 de abril de 2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y por el que se

	deroga la Directiva 95/46/CE (Reglamento general de protección de datos)
<b>RIC</b>	Reglamento Interno de Conducta
<b>SA 1933</b>	Ley de Título de Valores de 1933» ( <i>Securities Act of 1933</i> )
<b>SEC</b>	Comisión de Bolsas y Valores ( <i>Securities and Exchange Commission</i> )
<b>Sec.</b>	Sección ( <i>Section</i> )
<b>SIA</b>	Sistema de Inversión Automático
<b>Ss.</b>	Siguientes
<b>STS</b>	Sentencia del Tribunal Supremo
<b>TJUE</b>	Tribunal de Justicia de Unión Europea
<b>TRLGDCU</b>	Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias
<b>UE</b>	Unión Europea
<b>Vol.</b>	Volumen



## RESUMEN

El crowdfunding (financiación participativa), como una de las formas más novedosas de financiación, ha logrado una gran atención en España y en todo el mundo por sus características de pequeño tamaño y eficiencia. Este método de financiación alternativo, apoyado por la economía de plataforma, satisface tanto la necesidad de capital de los financiadores como las exigencias de rentabilidad de los inversores.

Esta forma de financiación fue regulada en España por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, que ha formado un sistema de transacción y supervisión centrado en las plataformas de financiación participativa, si bien el desarrollo de este nuevo mercado de financiación de España es restringido. Comparando la normativa con la de los Estados Unidos, el Reino Unido, Francia y China, el mercado español de crowdfunding está, por un lado, regulado de forma demasiado estricta, lo que impide que un gran número de plataformas realicen negocios de intermediación; por otro lado, la supervisión no es eficiente, lo que hace que la protección de los intereses de los inversores sea también insuficiente. En 2020, la Unión Europea publicó el Reglamento 2020/1503 relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y su aplicación en los próximos años seguramente presionará aún más el mercado nacional existente, mientras que tecnologías como *Blockchain* y *bitcoin* también afectarán al desarrollo del crowdfunding debido a su característica descentralizada.

Por lo tanto, para aprovechar la tendencia de desarrollo futuro del crowdfunding, se debe cambiar el modo regulatorio rígido: fortalecer la autogestión de las plataformas; hacer uso de las asociaciones para dar soporte a la certificación, la supervisión y la formación de las plataformas, mientras que la autoridad pública puede centrarse en la promoción de las actividades de crowdfunding, mediante la supervisión de las asociaciones y la emisión de orientación; y además, aprovechar la tecnología *Blockchain* en el futuro para mejorar la transparencia y el proceso de verificación de la información, así como garantizar el

cumplimiento del contrato; y, por último, consolidar la educación en materia de la inversión y el riesgo para los inversores, establecer un mecanismo completo de confianza mutua, prestar atención a la protección de los derechos de los pequeños inversores en los proyectos de crowdfunding de capital, entre otros derechos de los inversores y del promotor del proyecto.

**Palabras claves:** Crowdfunding; Plataforma de financiación participativa; Reglamento 2020/1503; *Blockchain*

## RESUM

El crowdfunding (finançament participatiu), com una de les formes més noves de finançament, ha aconseguit una gran atenció a Espanya i a tot el món per les seves característiques de petita mida i eficiència. Aquest mètode de finançament alternatiu, secundat per l'economia de plataforma, satisfà tant la necessitat de capital dels finançadors com les exigències de rendibilitat dels inversors.

Aquesta forma de finançament va ser regulada a Espanya per la Llei 5/2015, de 27 d'abril, de foment del finançament empresarial, que ha creat un sistema de transacció i supervisió centrat en les plataformes de finançament participatiu, tot i que el desenvolupament d'aquest nou mercat de finançament d'Espanya és restringit. Si comparant la normativa amb la dels Estats Units, el Regne Unit, França i la Xina, el mercat espanyol de finançament participatiu està, d'una banda, regulat de forma massa estricta, el que impedeix que un gran nombre de plataformes realitzin negocis d'intermediació; d'altra banda, la supervisió no és eficient, el que fa que la protecció dels interessos dels inversors sigui també insuficient. L'any 2020, la Unió Europea va publicar el Reglament 2020/1503, relatiu als proveïdors europeus de serveis de finançament participatiu per a empreses, i la seva aplicació en els anys pròxims segurament pressionarà encara més el mercat nacional existent, mentre que tecnologies com *Blockchain* i *bitcoin* també afectaran el desenvolupament del crowdfunding

per la seva característica descentralitzada.

Per tant, per aprofitar la tendència de desenvolupament futur del finançament participatiu, s'ha de canviar el sistema de regulació rígida: enfortir l'autogestió de les plataformes; fer ús de les associacions per donar suport a la certificació, la supervisió i la formació de les plataformes, mentre que l'autoritat pública pot promoure les activitats de finançament participatiu, mitjançant la supervisió de les associacions i l'emissió d'orientació; i a més, aprofitar la tecnologia *Blockchain*, en el futur, per tal de millorar la transparència i el procés de verificació de la informació, així como garantir el compliment del contracte; i, finalment, consolidar l'educació en matèria de la inversió i el risc per als inversors, establir un mecanisme complet de confiança mútua, prestar atenció a la protecció dels drets dels petits inversors en els projectes de finançament participatiu d'inversió, entre altres drets dels inversors i el promotor del projecte.

**Paraules claus:** Crowdfunding; Plataforma de finançament participatiu; Reglament 2020/1503; *Blockchain*

## ABSTRACT

Crowdfunding, as one of the newest forms of financing, is gaining widespread attention in Spain and worldwide for its characteristic of small size and efficiency. This alternative financing method, supported by the platform economy, satisfies both financiers' need for capital and investors' requirements for return on investment.

Crowdfunding was regulated by Law 5/2015 on the promotion of business financing in Spain, which has formed a crowdfunding platform-centered transaction and supervision system, but the development of this new financing market of Spain is restricted. By comparing the regulations with those of the United States, the United Kingdom, France and China, the Spanish crowdfunding market is, on the one hand, too strictly regulated, which prevents a



large number of platforms from carrying out intermediary operations; on the other hand, the regulation is not put into practice, resulting in insufficient protection of investors' interests as well. The European Union released Regulation 2020/1503 on crowdfunding service providers for business in 2020, and its application in the following years will certainly further compress the existing domestic market, while technologies such as Blockchain and bitcoin will also affect the development of crowdfunding due to its decentralized characteristic.

Therefore, in order to seize the future development trend of crowdfunding, the strong regulatory model should be changed, that is: strengthening the self-management of platforms; making use of industry associations to assist in the certification, supervision and training of platforms, while the public authority can promote crowdfunding activities by supervising industry associations and issuing guidance; and in addition, blockchain technology can be used in the future to improve the transparency and the process of information verification, as well as guarantee the contract fulfillment; finally, we should strengthen investment and risk education for investors, establish a complete mutual trust mechanism, pay attention to the protection of small investors' rights in equity crowdfunding projects and other rights of investors and project owner.

**Keywords:** Crowdfunding; Crowdfunding platform; Regulation 2020/1503; Blockchain

# **INTRODUCCIÓN**



## 1. ÁMBITO DE ESTUDIO

El Crowdfunding o micromecenazgo, constituye un valioso y beneficioso instrumento de la economía actual al apoyar la inversión, incentivar la innovación, crear puestos de trabajo y ampliar las opciones de crédito de los consumidores, obteniendo una cada vez mayor consideración por parte del Comité Económico y Social Europeo.<sup>1</sup> El origen etimológico de este anglicismo compuesto proviene de la unión de los dos conceptos, “*crowd*” y “*funding*”, donde el primer término alude a una multitud de personas que participan en una actividad,<sup>2</sup> mientras que el segundo se refiere al acto de proporcionar recursos en sus distintas formas destinados a un proyecto, una persona, un negocio o cualquier otra institución privada o pública.<sup>3</sup>

Desde el lanzamiento de la primera plataforma del crowdfunding – Indiegogo - en 2008, el mercado del crowdfunding pasó a generar 600 millones de euros en 2010,<sup>4</sup> con un valor total estimado del total de sus transacciones de 1,063.7 millones de euros.<sup>5</sup> En principio, el

---

<sup>1</sup> Véase COMISIÓN EUROPEA, *Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea (COM(2014) 172 final)*, 2014. p. 1.

<sup>2</sup> Muchos autores vaticinan la capacidad y el poder de “*crowd*” en la actividad no solo en la financiación, sino en muchos aspectos de la vida cotidiana. Véase K. LAWTON; D. MAROM, *The crowdfunding revolution: Social networking meets venture financing*, CreateSpace Independent Publishing Platform, California, 2010., p. 12-14; M. R. MEADOWS, “The evolution of crowdfunding: Reconciling regulation crowdfunding with initial coin offerings”, *Loyola Consumer Law Review*, vol. 30, 2, 2018., p. 275.

<sup>3</sup> Lo que aquí describimos es una definición más ajustada a la legislación y regulación de España, pero puede tener una explicación más amplia, ya que la investigadora Rodríguez define el crowdfunding como “*la creación de un entorno (electrónico) para la agrupación de un colectivo, la aportación de ideas, recursos y fondos y la interacción en red dirigidas a apoyar conjuntamente proyectos, esfuerzos e iniciativas de individuos, organizaciones o empresas*”, véase T. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, “El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos”, *Pensar en derecho*, vol. 3, 2013., p. 102, 106.

<sup>4</sup> Véase A. S. FUNK, “Crowdfunding in China. A new institutional economic approach”, 2019, p. 1.

<sup>5</sup> Véase STATISTA, “Crowdfunding - worldwide”, fecha de consulta 3 febrero 2021, en <https://www-statista-com.sire.ub.edu/outlook/335/100/crowdfunding/worldwide>.

concepto de crowdfunding fue inicialmente concebido con base en la idea de donación,<sup>6</sup> aunque en los últimos años haya evolucionado hasta convertirse en una herramienta financiera alternativa para las empresas de nueva creación y los particulares con ideas creativas, actuando como un complemento para las entidades tradicionales como el banco<sup>7</sup> o las entidades de capital-riesgo<sup>8</sup>. El ritmo de crecimiento mundial ha estado impulsado durante buena parte de la historia reciente principalmente por el mercado de capitales de los Estados Unidos, a pesar de que durante la última década se ha apreciado un cambio de tendencia por parte del mercado asiático de financiación de préstamos, evidenciándose en hechos como su crecimiento de hasta un 320% entre 2013 y 2014.<sup>9</sup> El año 2015 supuso un punto de inflexión significativo en la historia del crowdfunding debido a que numerosos países empezaron a intervenir en esta nueva forma de financiación. Es especialmente significativo respecto a estos como los Estados Unidos publicaron el Reglamento de Crowdfunding (*Regulation Crowdfunding* en inglés), o como por su parte España promulgó la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial (en adelante, “LFFE”)<sup>10</sup>. Aunque el acalorado mercado fue calmado en cierta medida por la nueva ola de regulaciones jurídicas desde 2015, no fue ni mucho menos inconveniente para que se volviera más seguro y próspero. En este sentido, no cabe duda de que este mercado emergente bien regulado, presenta un enorme potencial.

---

<sup>6</sup> En 1886, los ciudadanos de Nueva York financiaron el pedestal de la Estatua de la Libertad; en 2000, se produjo el primer sitio web del crowdfunding para ayudar a recaudar fondos para los músicos. Véase Y. ZHAO; P. HARRIS; W. LAM, “Crowdfunding industry—History, development, policies, and potential issues”, *Journal of Public Affairs*, vol. 19, 1, 2019, p. 3.

<sup>7</sup> Antes del crowdfunding, el proveedor principal de la financiación para las PYME era el sistema bancario, de conformidad con el análisis de OECD. Véase OECD, “Financing SMEs and entrepreneurs 2014: An OECD Scoreboard”, *OECD Publishing*, 2014, fecha de consulta 4 marzo 2021, en [https://read.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/financing-smes-and-entrepreneurs-2014\\_fin\\_sme\\_ent-2014-en#page4](https://read.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/financing-smes-and-entrepreneurs-2014_fin_sme_ent-2014-en#page4), p. 48.

<sup>8</sup> Véase A. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA; R. DEL CASTILLO IONOV, “Las plataformas de financiación participativa como operadores de capital-riesgo informal. Problemas causados por la información asimétrica en el análisis de riesgos y retribución del equipo gestor”, *Anuario de Capital Riesgo*, 2017, 2017. p. 281.

<sup>9</sup> Véase A. S. FUNK, *Crowdfunding in China. A new institutional economic approach*, cit., p.1-2.

<sup>10</sup> España. Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. *BOE*, 28 de abril de 2015, núm. 101, p. 36599-36684.

En España, y tal y como hemos señalado anteriormente, la financiación masiva ha sido regulada y controlada desde 2015 con la introducción de la LFFE, pasando así a tener un régimen bien regulado donde han obtenido reconocimiento legal un 84% de las plataformas aspirantes a ello, las cuales han estado operando hasta mayo de 2021.<sup>11</sup> Sin embargo, el mercado español de financiación alternativa es aún un mercado inmaduro y de reducido tamaño, ya que hasta el momento tan solo 32 plataformas han obtenido autorización legal para operar en todo el país, cuyo volumen de transacciones es además comparativamente en relación con otros países del entorno como Francia, Italia o Alemania.<sup>12</sup> Al mismo tiempo, la falta de transparencia de los proyectos exitosos o de los datos de morosidad<sup>13</sup> provoca la preocupación del público, lo que además disminuye el interés por la financiación. Indicadores como los anteriores invitan a cuestionar las fórmulas de regulación en términos de desarrollo y eficacia en las operaciones del mercado de financiación, máxime cuando el informe de la Universidad de Cambridge señala que más del 50% de las plataformas piensan que la regulación existente es excesiva o que incluso no es necesaria una normativa específica.<sup>14</sup> A este respecto, nos planteamos llevar a cabo en este estudio, en primer lugar, una investigación sobre el problema del sistema regulatorio con la meta en el

---

<sup>11</sup> Véase CNMV, “Plataformas de Financiación Participativa”, fecha de consulta 3 febrero 2021, en <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/Plataforma/Financiacion-Participativa-Listado.aspx>. Según la información de la CNMV, 5 de las 32 plataformas autorizadas han sido retiradas de la lista de plataformas de financiación participativa, entre ellas Lignum Capital, PFP, S.L., Easy Financing Club, PFP, S.L., Arbol Finance, PFP, S.L., Welcome Capital Plataforma De Financiación Participativa, S.A. y Comptes Perks, PFP, S.A.. Entre estas plataformas, Lignum Capital y Welcome Capital no tienen proyectos activos desde hace más de un año; Easy Financing, Arbol Finance y Comptes Perks no declaran el motivo del cese de actividades.

<sup>12</sup> Véase K. WENZLAFF; A. ODOROVIC; T. ZIEGLER; R. SHNEOR, “Crowdfunding in Europe: Between Fragmentation and Harmonization”, en Rotem Shneor, Liang Zhao, Bjørn-Tore Flåten (eds.) *Advances in Crowdfunding*, Springer International Publishing, 2020, p. 377.

<sup>13</sup> La plataforma MytripleA publica el detalle de la cartera de préstamos en su página web, por ejemplo, 19 de 161 proyectos estaban en mora y fracasaron en 2016, y menos de 1% en 2018 y 2019. Véase MYTRIPLEA, “Estadísticas de inversión en MytripleA”, 2021, fecha de consulta 20 febrero 2021, en <https://www.mytriplea.com/estadisticas/>. La plataforma Colectual divulga los promotores en mora, por ejemplo, el 28.2% de los proyectos estaban en mora en 2020 cuando este porcentaje era del 11.1% en 2019 y menos del 5% en 2017 y 2018, pero no se publica la cantidad de proyectos fallidos. Véase COLECTUAL, “Estadística\_new”, 2021, fecha de consulta 20 febrero 2021, en [https://colectual.com/estadisticas\\_new/](https://colectual.com/estadisticas_new/). Sin embargo, el resto de las plataformas no publican o es difícil encontrar su informe de estos datos.

<sup>14</sup> Véase CCAF, *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*, 2020, p. 205.

horizonte de realizar aportaciones orientadas a facilitar el desarrollo de este mercado, manteniendo al mismo tiempo la debida protección para los inversores<sup>15</sup>.

La financiación participativa se basa en el avance de la tecnología,<sup>16</sup> que permite un coste moderado<sup>17</sup> para realizar un proyecto; adicionalmente, la economía colaborativa y la economía de plataforma hace que la financiación sea accesible a la mayoría de las personas;<sup>18</sup> además, las personas mantienen una actitud cada día más abierta hacia las nuevas tecnologías<sup>19</sup> por lo que, considerando estas tres razones, estar en sintonía con las nuevas tecnologías pasa a ser un punto indispensable en la consideración del desarrollo de la regulación de financiación participativa. Entre todas las posibilidades de avance derivadas del desarrollo tecnológico, destacaremos aquí algunas de las más relevantes en este contexto, tales como la cadena de bloques (*Blockchain*) y el mercado de la criptomoneda, siendo estos dos productos llamativos y subversivos en todos los sectores, que afectan en gran medida a la financiación participativa,<sup>20</sup> puesto que la cadena de bloques y la criptomoneda declaran el abandono del intermediario<sup>21</sup> mientras que la LFFE

---

<sup>15</sup> Véase C. S. BRADFORD, "Crowdfunding and the federal securities laws", *Columbia Business Law Review*, vol. 2012, 2012. p. 8. En este artículo, el autor especifica que la protección de inversores y la formación de capital deben tener un equilibrio porque una protección excesiva resulta en un coste intolerable para el negocio de financiación, mientras que la protección insuficiente supone una pérdida en la relación regulatoria y pública y por tanto retrasa el crowdfunding durante años.

<sup>16</sup> Véase T. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, "El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos", cit., p. 105.

<sup>17</sup> Véase Y. BENKLER, *The wealth of networks: How social production transforms markets and freedom*, Yale University Press, London, 2006. p. 4.

<sup>18</sup> Véase K. LAWTON; D. MAROM, *The crowdfunding revolution: Social networking meets venture financing*, cit., p. 12-13.

<sup>19</sup> Véase *Ibid.*, p. 8.

<sup>20</sup> Véase F. HARTMANN; G. GROTTOLO; X. WANG; M. ILARIA LUNESU, "Alternative fundraising: Success factors for blockchain-based vs. conventional crowdfunding", *IWBOSE 2019 - 2019 IEEE 2nd International Workshop on Blockchain Oriented Software Engineering*, 2019, IEEE. p. 38.

<sup>21</sup> Incluso en ICO (*Initial Coin Offering*), el intermediario funciona como un operador de intercambio de criptomoneda en vez de ser el intermediario en la relación entre el proveedor de proyecto y los inversores. Véase M. R. MEADOWS, "The evolution of crowdfunding: Reconciling regulation crowdfunding with initial coin offerings", cit., p. 284.

enfatisa la función de la plataforma como interviniente.<sup>22</sup> Varias plataformas han elaborado ya proyectos acerca de la cadena de bloques,<sup>23</sup> aunque ciertos aspectos de su funcionamiento son puestos en cuestión debido a que acarrea ciertos riesgos adicionales dentro de este mercado debido a su vulnerabilidad y variedad<sup>24</sup> de formas de aplicación de esta tecnología. A estos efectos, pretendemos realizar un estudio también acerca de si las nuevas tecnologías van a sustituir a la financiación participativa y cómo complementar estas tecnologías en el régimen actual.

La novedad de esta nueva forma de financiación unida a su confluencia con las nuevas tecnologías resulta en una escasa doctrina y jurisprudencia al respecto, esto es, el estudio existente actualmente no constituye una fuente de información suficientemente plena como para tener una visión verdaderamente global y precisa de todos los aspectos relativos a la financiación participativa, resultando por ende un obstáculo para el legislador. Esto es algo que ha advertido la Unión Europea en su nuevo Reglamento, mencionando al respecto que el servicio de financiación participativa está lejos de ser un campo perfectamente definido y delimitado. En consecuencia, nos encontramos con la necesidad de investigar con más profundidad sobre el tema de hacia dónde se dirige la regulación de la financiación participativa teniendo en cuenta la expansión de la industria del crowdfunding y los avances tecnológicos.

---

<sup>22</sup> Conforme a la opinión de Sandrine Ayrál, el crowdfunding basado en *Blockchain* es el verdadero crowdfunding debido a que esta tecnología elimina la necesidad del tercero de confianza – la plataforma – y permite a las empresas recaudar fondos creando sus propias monedas digitales y “*bundle of rights*”. Véase S. AYRAL, “Bitcoin 2.0 crowdfunding is real crowdfunding”, *Techcrunch*, 2014, fecha de consulta 30 marzo 2021, en <https://techcrunch.com/2014/10/17/bitcoin-2-0-crowdfunding-is-real-crowdfunding/>.

<sup>23</sup> Hasta ahora, existen tres tipos de financiación basada en la cadena de bloques que aprovechan principalmente los *tokens*: de tipo de pago, de tipo de inversión y de tipo de utilidad. Los *tokens* de utilidad se refieren a la plataforma que proporciona el protocolo o la red en el sentido de que es necesario tenerlo para participar en los productos o servicios ofrecidos por la plataforma; los *tokens* de pago son *tokens* similares al dinero como medio de intercambio, pero no es realmente factible debido a los costes altos de transacción; y el último tipo de *token* representa un ámbito de inversión diverso. Véase P. HACKER; C. THOMALE, “Crypto-Securities eegulation: ICOs, token sales and cryptocurrencies under EU financial law”, *European Company and Financial Law Review*, vol. 15, 2017. p. 657-658.

<sup>24</sup> Debido a la falta de un mercado transparente (transacción entre el fórum) y la conexión al público, el valor y funcionalidad del *token* es fluctuante. Véase M. R. MEADOWS, “The evolution of crowdfunding: Reconciling regulation crowdfunding with initial coin offerings”, cit., p. 282-284.



Respecto al primer punto - el estudio de la industria del crowdfunding- es necesario investigar tanto su origen y características como la delineación de este concepto, permitiéndonos tal estudio obtener un mayor conocimiento sobre los antecedentes de la regulación en España. Así, un análisis detallado del régimen regulatorio de LFFE nos ayudaría a tener claro la relación entre la plataforma, el promotor y el inversor, especialmente en lo referente al papel que desempeña la plataforma como intermediario en este negocio.

En segundo lugar, el estudio está enfocado hacia la mejora del sistema español de la financiación participativa, pretendiendo abordar este objetivo desde un inicio a través de un estudio comparativo de los regímenes de otros países. Desde el punto de vista de la búsqueda de un equilibrio entre la protección de los inversores y el desarrollo del mercado del crowdfunding, serán propuestos una serie de cambios basados en la actual regulación. Teniendo en cuenta las ventajas e inconvenientes de las nuevas tecnologías y de la Unión Europea, la forma de financiación participativa puede aspirar a absorber las ventajas de las mismas manteniendo la intervención de la plataforma.

## **2. MÉTODO DE ESTUDIO**

En esta investigación son empleadas diversas metodologías buscando tener una visión enriquecedora del tema de financiación participativa. La metodología interdisciplinar permite así un estudio amplio en el que el desarrollo del crowdfunding obedece a una concepción jurídica apoyada en teorías económicas, históricas y sociológicas.

Para poder alcanzar los objetivos marcados en este estudio, hemos llevado a cabo un estudio exhaustivo y en profundidad sobre la regulación vigente en España, centrándonos principalmente en el análisis de la LFFE, sobre el funcionamiento de la financiación participativa con intervención de la plataforma, sin olvidar la situación de la legislación actual

en materia de plataformas digitales, el mercado digital y mercado de valores, así como la protección de consumidores, con el objetivo todo ello de realizar un análisis lo más completo posible acerca de la situación real en términos jurídicos de la microfinanciación.

Dado que la microfinanciación tiene una enorme popularidad en todo el mundo, algunos países como los Estados Unidos o el Reino Unido ya poseen hoy en día una legislación específica considerablemente eficaz y madura. Por otra parte, tenemos la situación de países como China, donde el aspecto más destacado en este sentido es la propia *praxis* microfinanciera y país como Francia comparte el mismo entorno que España en la Unión Europea. Debido a los diferentes estadios de desarrollo tanto en términos jurídicos, como prácticos y de volumen de mercado en los que se encuentra este mercado en diferentes partes del mundo, se ha realizado un estudio comparativo entre las distintas regulaciones referentes a esta modalidad de financiación, a la forma de protección de inversores y al funcionamiento de la plataforma, así como a la supervisión de las autoridades.

El hecho de que la financiación participativa sea un concepto nacido hace menos de diez años, ha incrementado sobremanera la dificultad a la hora de encontrar bibliografía relacionada, a pesar de lo cual se ha intentado analizar en profundidad tanto la doctrina de España como de los Estados Unidos y la Unión Europea en su conjunto para así poder realizar una aproximación más profunda al crowdfunding que eventualmente pueda adaptarse en la legislación española.

Con respecto a las informaciones en España, hemos recopilado y analizado las instrucciones emitidas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las prácticas de las plataformas y los documentos públicos de las plataformas de financiación participativa autorizada en España, tanto en materia de las dificultades de funcionamiento, como a las medidas adoptadas en la actualidad y el efecto de la supervisión por parte de las instituciones sobre ellas.

En resumen, la metodología por la que se ha optado en este texto es sistemática: la recopilación de regulaciones, jurisprudencia y doctrinas, provenientes tanto de España y la Unión Europea, como de otros países desarrollados en este ámbito. El propósito se trata de ordenar la literatura y conocimientos actuales dispersos sobre el tema de financiación participativa para encontrar respuestas a la problemática existente y resolución sobre el desarrollo de nuevas formas de financiación en el futuro.

### 3. ESTRUCTURA DEL TRABAJO

El texto se estructura tal y como se indica a continuación:

La tesis empieza por el análisis del origen y los conceptos básicos más relevantes relativos al crowdfunding. Se muestra en esta primera sección una manifiesta proclividad hacia el desarrollo de nuevas fórmulas de financiación y la necesidad que de ello se desprende de llevar a cabo una investigación sobre este fenómeno considerando paralelamente importantes factores como la digitalización del mundo empresarial y financiero,<sup>25</sup> el efecto negativo de la crisis económica e incluso la recuperación del período post-Covid para la economía española,<sup>26</sup> así como la tendencia al alza actual en lo que concierne a la predisposición a la inversión por parte de los inversores. El término “crowdfunding” representa características propias entre otros términos asimilados como “*crowdsourcing*”, “*crowdlending*”, “*shadow banking*” o “economía colaborativa”, por lo que identificar sus diferencias y similitudes nos ayudará a la hora de determinar qué se puede aprender y referenciar en términos de normas aplicables. Por último, el concepto del crowdfunding

---

<sup>25</sup> Al 27 de octubre de 2020, hay 4,929,926,187 usuarios de Internet en el mundo, Europa y Norteamérica tiene la tasa de penetración de Internet de casi 90%, véase los datos de INTERNET WORLD STATS, “Internet usage statistics. The Internet big picture: World internet users and 2021 population stats”, fecha de consulta 3 marzo 2021, en <https://www.internetworldstats.com/stats.htm>.

<sup>26</sup> N. ARREGUI; L. LIU; W. OMAN, “Five charts on Spain’s economy and response to COVID-19”, *International Monetary Fund*, 2020, fecha de consulta 4 marzo 2020, en <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/11/12/na111320-five-charts-on-spains-economy-and-response-to-covid-19>.

tiene, por su propia naturaleza, un alcance muy amplio, componiéndose principalmente de las modalidades de inversión, préstamo, recompensa y donación,<sup>27</sup> siendo estas últimas dos modalidades susceptibles de ser aplicables normas existentes debido a que la esencia de su relación sigue siendo la venta y la donación, por lo que la regulación de microfinanciación se orienta hacia otros dos tipos, que son el crowdfunding de inversión y el crowdfunding de préstamo en casi todos los países.

Seguidamente, se realiza un estudio pormenorizado del mecanismo de regulación de financiación participativa en España desde el punto de vista de los sujetos que intervienen en el proceso de financiación, es decir, desde dentro del ámbito de la plataforma de financiación participativa, tomando como referencia el punto de vista del promotor del proyecto y el inversor que invierte en dichos proyectos<sup>28</sup>. De ahí que podamos tener claro que la normativa española de la financiación pasa por ser un “plataforma-orientado” modelo debido a que la mayoría parte de la regulación se centra en este sujeto, en la que se recoge la delineación de los requisitos sustanciales y procedimentales para la autorización, el servicio prestado, así como los principios de actuación. La LFFE también establece una serie de requisitos fundamentales sobre la cualificación del promotor y del inversor en comparación con los de la plataforma. Con respecto a la regulación del promotor, la limitación se enfoca principalmente en aspectos del propio proyecto como el objetivo y el destino de la financiación, los derechos que se conceden a los inversores en los diferentes modos de proyectos y la limitación en el proceso de la recaudación. Acerca de la figura del inversor, la LFFE se centra en la identificación de este sujeto, es decir, si el inversor tiene conocimientos suficientes sobre este tipo de financiación, proporcionando así distintas medidas de protección. En la práctica, estos tres sujetos siguen un procedimiento ordenado desde el registro de las cuentas del inversor o promotor en la plataforma, la solicitud de

---

<sup>27</sup> Véase C. S. BRADFORD, “Crowdfunding and the federal securities laws”, cit., p. 14-26.

<sup>28</sup> Véase A. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA; R. DEL CASTILLO IONOV, “Las plataformas de financiación participativa como operadores de capital-riesgo informal. Problemas causados por la información asimétrica en el análisis de riesgos y retribución del equipo gestor”, cit., p. 282.

captación de fondos por parte del promotor y la evaluación realizada por la plataforma, hasta la publicación de la convocatoria, la contratación y la finalización de los proyectos. Estos requisitos también indican que la financiación participativa en España es mercado regulado por la autoridad debido a que ésta establece condiciones muy detalladas y rigurosas para todos los aspectos del negocio, a pesar de que no supervisa el proyecto concreto.

En correspondencia con los requisitos de los sujetos y el procedimiento de financiación participativa, existen diferentes obligaciones y responsabilidades que corresponden a cada sujeto por su papel y función en la financiación. El “plataforma-orientado” modelo de financiación hace hincapié en las obligaciones de la figura del guardián y el administrador, por lo que la plataforma se encarga de tres funciones: intermediario financiero, prestador de servicio y operador de plataforma electrónica. Las obligaciones del proveedor y del inversor se dividen en dos partes, una se trata de la relación entre el usuario y la plataforma, y la otra es la relación financiera. Por lo tanto, en el crowdfunding, la plataforma y el promotor colocan conjuntamente una red de seguridad para los inversores: la primera asume principalmente la responsabilidad de su función supervisora de la casación de contrato de financiación, mientras que el segundo asume la responsabilidad relativa al proyecto. Aunque hasta ahora no se ha detectado un gran volumen de fraudes en proyectos de financiación, el hecho de que la plataforma se responsabiliza de las obligaciones del proyecto, la evolución del mercado de financiación participativa y la corriente de opinión señalan que la relación entre protección de inversores y desarrollo no se encuentra en un punto de equilibrio.

De tal forma, se procede al análisis e los sistemas de regulación más relevantes tanto dentro del ámbito internacional como en los Estados Unidos, el Reino Unido y Francia, en los cuales existen formas de financiación participativa con carácter especial, pero todos han regulado la forma de inversión y préstamo, por lo que tiene sentido estudiar su régimen regulatorio. En lo relativo a la regulación de la propia plataforma, los requerimientos de

registro de la plataforma han sido ampliados y flexibilizados permitiendo así ofrecer un mayor abanico de posibilidades a los proveedores de servicios de financiación participativa así como más formas de autorización; en vez de regular la calificación del proveedor y del proyecto antes de la convocatoria, lo esencial es la supervisión continuada del proyecto, por lo que muchos países establecen requisitos corporativos del promotor y la publicación continua del progreso del proyecto; con respecto al inversor, el objeto de la limitación de la cantidad a invertir y la clasificación se cuenta con la regulación existente del mercado de valores y la protección de los inversores, por lo que no existe mucha diferencia entre la regulación española y la de otros Estados. Por último, el deber de información es una obligación indispensable en todos los países, por lo que es habitual en este sentido que se ponga de relieve la necesidad de mantener la transparencia en la financiación como una condición básica, así como la información relativa a la condición financiera del promotor, los datos del proyecto y el funcionamiento de la plataforma.

Más adelante, el estudio de la mejora del sistema del crowdfunding no puede desamparar la tendencia de desarrollo en el futuro. La reciente publicación del reglamento europeo en materia de proveedores europeos de servicios de financiación participativa (en adelante, PSFP), ha introducido una tarjeta europea para la financiación transfronteriza, algo que puede afectar en gran medida al mercado nacional y provocar la inestabilidad de la regulación armonizada; por consiguiente, cómo aprovechar las ventajas del reglamento y alcanzar un punto de equilibrio en la aplicación de esta norma y la LFFE es un tema pendiente de resolver. En esta parte, queremos analizar, en primer lugar, las cláusulas más relevantes incluidas en el reglamento europeo para conocer en profundidad dicho sistema de regulación, así como las razones y consideraciones que hay detrás de estos principios y postulados. Por otro lado, el reto de las nuevas tecnologías y su combinación con el sector financiero ha estado en constante evolución durante los últimos años, por lo que en esta parte pretendemos analizar los principios y el funcionamiento de la cadena de bloques y la criptomoneda, explorando así su naturaleza con el fin de encontrar el punto de inflexión entre las nuevas tecnologías y la financiación participativa basada en la plataforma para en

último término llegar a la conclusión de cómo adaptar la tecnología a la financiación participativa existente.

Por último, después de analizar tanto la regulación nacional e internacional como la tendencia de futuro, estaremos en disposición de proponer las posibles medidas de mejora en la regulación de la financiación participativa desde tres perspectivas sobre la base de la protección de los inversores: primero, aprovechar al máximo el poder de autocontrol de las plataformas, no solo desde el mecanismo interno, sino también a través del poder regulatorio de la asociación de estas plataformas, sustituyendo así en gran medida la supervisión por parte de la autoridad; segundo, los órganos públicos, principalmente la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, "CNMV") y el Banco de España, deberían desempeñar una función suplementaria, como la inspección de las actividades sospechosas o las muestras aleatorias, y una función de apoyo en la implantación de la cadena de bloques actuando como nodos, por lo que la información estará bien verificada; tercero, se adoptan algunas medidas complementarias como la educación de los inversores y la protección de inversores tras la convocatoria de recaudación de fondos. Con estas medidas, la financiación participativa puede lograr un desarrollo destacado manteniendo una protección más completa de los inversores, lo que impulsa la mejora del mercado de capitales<sup>29</sup> al final.

---

<sup>29</sup> Véase K. LAWTON; D. MAROM, *The crowdfunding revolution: Social networking meets venture financing*, cit., p. 8. El autor menciona que "las redes sociales cambiaron la forma de asignar el tiempo, el crowdfunding cambiará la forma de asignar el capital".

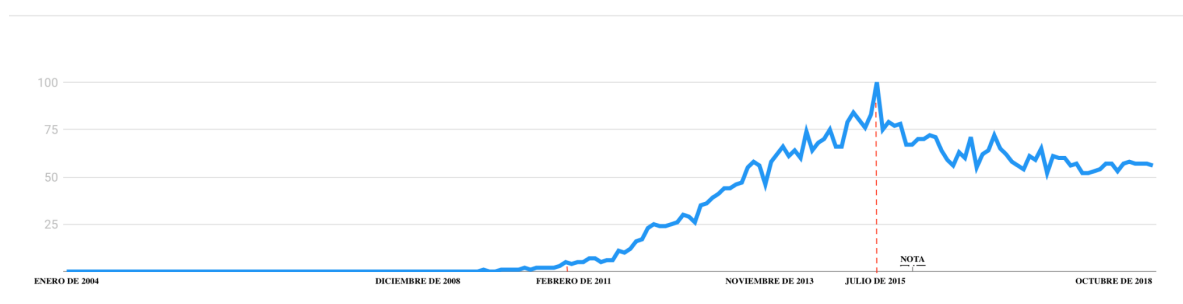
# **CAPÍTULO I. APROXIMACIÓN AL CROWDFUNDING**





## 1. ORIGEN DE LA IDEA DEL CROWDFUNDING

Desde hace cinco años, el micro mecenazgo ha recibido una gran atención y, hasta ahora, la tendencia creciente parece consolidarse en una mayor estabilidad, desde un punto de vista global.



Cuadro 1 Intensidad de la búsqueda de “crowdfunding” desde 2004<sup>30</sup>

Tanto en España como en Europa, se debate intensamente sobre el crowdfunding debido a su rápido desarrollo en los últimos años. Por ello, consideramos iniciar el trabajo con un estudio sobre su origen con el objeto de conocer la diferencia entre esta y otra forma de financiación para el público.

### 1.1. La revolución digital y la economía basada en las plataformas

La primera causa del nacimiento de la idea del crowdfunding es el apoyo de Internet y la modalidad de economía elaborada por Internet.

---

<sup>30</sup> Estaba de moda durante un tiempo el *Shadow Banking*, y ahora prevalece el crowdfunding por su gran tamaño de la financiación y el fácil control del proceso de financiar. Véase GOOGLETRENDS, “Crowdfunding”, fecha de consulta 7 febrero 2021, en <https://trends.google.es/trends/explore?date=all&q=crowdfunding>. En este Cuadro, la “nota” explica que el 1 de enero de 2016 actualizaron el sistema del análisis de datos.

Desde la creación del ordenador hasta la aparición de Internet, la tecnología ha empezado gradualmente a estar cada vez más presente en la vida cotidiana. En la actualidad, nadie puede imaginarse qué sucedería si no tuviéramos Internet porque está presente en todos los aspectos de la vida. Lo más importante es que ha llegado el momento de que la mayoría de la población tiene acceso a Internet y ello favorece la posibilidad de incrementar potencialmente el entorno virtual.

Consecuentemente, el comercio también está comenzando a expandirse hacia el mundo virtual al facilitar una relación más intensamente entre los comerciantes de todo el mundo al tiempo que se reducen los costes de sus operaciones comerciales, así como una tendencia a promover la “economía basada en Internet” en la Web 2.0.<sup>31</sup>

En estas condiciones, muchos negocios en línea operan a través de plataformas multilaterales que permiten a los diferentes tipos de participantes a reunirse y realizar de manera inmediata intercambios o interactuar entre sí<sup>32</sup> como, por ejemplo, Amazon y Facebook.

De hecho, este modelo de negocio, desde el punto de vista de los economistas, no es nuevo dado que muchos comercios tradicionales, como los periódicos y los centros comerciales,

---

<sup>31</sup> Desde el nacimiento de Internet hasta la aparición de la economía basada en Internet, se experimentó el auge de la Web 2.0 y de las redes sociales. Véase E. R. BUTZBACH, *Crowdfunding: la eclosión de la financiación colectiva, un cambio tecnológico, social y económico*, microtemas, 2012., p. 20. En el período de Web 2.0, todos los usuarios pueden interactuar entre sí de forma colaborativa, véase A. M. KAPLAN; M. HAENLEIN, “Users of the world, unite! The challenges and opportunities of Social Media”, *Business Horizons*, vol. 53, 1, 2010. p. 60-61.

<sup>32</sup> Véase D. S. EVANS, “Multisided Platforms, Dynamic Competition, and the Assessment of Market Power for Internet-Based Firms”, *Coase- Sandor Working Paper Series in Law and Economics*, vol. 753, 2016, p. 2.

ya lo habían utilizado<sup>33</sup> desde hace ya tiempo<sup>34</sup>. Sin embargo, las nuevas tecnologías, en particular, el móvil, la computación en nube y la inteligencia artificial, han acelerado la contratación simplificando el proceso de negociación y rompiendo la barrera geográfica, lo que permite la captación de una masa de clientes y facilita la conexión de las personas con un solo clic; en cambio, la economía tradicional no tiene capacidad para conseguir estos logros. Por otra parte, también encontramos que este avance en la tecnología no crea un producto nuevo, sino que provoca una novedosa generación de modelo de negocio, así que lo que importa en este tipo de comercio es la tecnología.

Este tipo de plataforma multilateral tiene varias características. Primero, la economía basada únicamente en tecnología depende en gran medida de la participación de los usuarios, lo cual produce un elevado rendimiento para la plataforma. Google, por ejemplo, mediante las acciones de búsqueda o el análisis de las pautas de comportamiento de los usuarios, genera valor sobre la publicidad; del mismo modo, Facebook recoge los perfiles de los usuarios y establece la conexión social entre sí y su negocio, es decir, la comunidad de los usuarios forma fuente de rendimiento para las plataformas. Asimismo, la plataforma online posibilita la generación de ingresos para los usuarios, a saber, Youtube hace que cada Youtuber se convierta en un emprendedor que trabaja por cuenta propia aprovechando la flexibilidad de su tiempo libre. En definitiva, Internet y el avance tecnología permite que un número mayor de usuarios participen en el comercio ignorando el obstáculo territorial, tiempo o cultura. Adicionalmente, los usuarios forman una fuente de rendimiento para las plataformas.

---

<sup>33</sup> *Ibid.*

<sup>34</sup> El origen de la plataforma se encuentra en Sears, Roebuck Catalog y el Nielsen Rating Systems, los cuales proporcionan la intermediación entre las contrapartes potenciales para que tengan acceso mutuo y técnicas, véase J. E. COHEN, "Law for the Platform Economy", *U.C. Davis Law Review*, vol. 51, 133, 2017, p. 138.

La segunda característica de la economía basada en la plataforma es el preciso “*match*”<sup>35</sup> de la información y los requisitos, es decir, la eficacia del *match* define la de la plataforma. El valor de la economía de plataforma se refleja en su capacidad de difundir información y conectar precisamente la oferta con la demanda, vendedor y comprador, y procesarse la transacción con la mejor distribución aprovechando el algoritmo informático y la base de datos recogida por parte de la plataforma. En breve, una conexión más eficiente y un porcentaje de éxito más elevado entre los comerciantes serán posibles gracias a esta nueva forma de economía.

Además, la nueva economía remueve los obstáculos existentes en la fusión de diferentes sectores industriales con la mediación de una sola plataforma. Mediante la fusión de sectores, los usuarios pueden obtener lo que quieren sin la participación de un distribuidor tradicional, y se eliminan algunas conexiones inútiles. Por ejemplo, Airbnb permite contactar directamente con el anfitrión si alguien pretende alquilar una habitación en otra ciudad por un tiempo determinado; en esta situación, se expulsa la intervención de las agencias inmobiliarias. En este caso, tanto los anfitriones como los huéspedes generan un ahorro de tiempo, costes, al tiempo que mejoran la experiencia de buscar un sitio de alojar.

Por último, la “externalidad” es otro carácter de la economía de plataforma<sup>36</sup>. Esta externalidad se entiende en el sentido de que las relaciones internas en la plataforma son utilizadas para atraer personas fuera de la plataforma. Se constata que a medida que más compradores se registren en la plataforma, la remuneración potencial de los vendedores registrados será más elevada y de ahí que más vendedores estarán dispuestos a comprometerse en este negocio; asimismo, el beneficio generado por la gran cantidad de

---

<sup>35</sup> Véase D. S. EVANS; R. SCHMALENSSEE, *Matchmakers: The new economics of multisided platforms*, Harvard Business Review Press, 2016., p. 16-17.

<sup>36</sup> “*There are externalities associated with customers A and B becoming connected or coordinated in some fashion*” y “*an intermediary is necessary to internalize the externalities created by one group for the other group*” son dos condiciones necesarias para la formalización del mercado multilateral. Véase D. S. EVANS, “*The Antitrust Economics of Two-Sided Markets*”, *Yale Journal on Regulation*, vol. 20, 2, 2003, p. 331-334.

contrapartes atrae a más compradores. Es decir, el carácter de externalidad del nuevo modelo de economía garantiza el desarrollo continuo de su negocio manteniendo un gran número de usuarios, lo cual es vital para la economía de plataforma.

En resumen, en el contexto del desarrollo de la ciencia y la tecnología, la integración de la tecnología y la industria financiera es inevitable, como el surgimiento del modelo de economía de plataforma. Con su amplia base de usuarios, el match eficiente y preciso de la oferta y la demanda, la “desagencia” y la alta fidelidad de los usuarios que traen consigo las características anteriores, la economía de la plataforma ha convertido en un nuevo modelo económico en la nueva era con sus ventajas únicas. Con el apoyo de la nueva forma de economía, se logra un “*crowd*” - una masa o una multitud de personas – como la base para el desarrollo del crowdfunding.

## **1.2. La crisis económica y la dificultad de obtener financiación**

La primera lección que aprendimos de esta crisis es la necesidad de llevar a cabo una reforma financiera centrada en las “lagunas reglamentarias, una supervisión ineficaz, mercados opacos y productos demasiado complejos<sup>37</sup> del sector financiero, especialmente sobre el fenómeno del “sistema bancario en la sombra” (*shadow banking*).

El sistema bancario en la sombra es “*la intermediación crediticia en la que participan entidades y actividades fuera del sistema bancario tradicional*”<sup>38</sup> en términos generales, tal y como indica el Consejo de Estabilidad Financiera<sup>39</sup> (en adelante, FSB) en su informe de

---

<sup>37</sup> Véase COMISIÓN EUROPEA, *Libro verde: El sistema bancario en la sombra*, 2012. p. 2.

<sup>38</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Shadow Banking : Strengthening oversight and regulation*, 2011, p.1.

<sup>39</sup> El Consejo de Estabilidad Financiera, establecido en abril de 2009 en la Cumbre de Pittsburgh por los Jefes de Estado y de Gobierno del G20 como sucesor del Foro de Estabilidad Financiera, es un organismo internacional que supervisa y manifiesta recomendaciones sobre el sistema financiero. Véase FINANCIAL STABILITY BOARD, “History of the FSB”, fecha de consulta 16 junio 2019, en <https://www.fsb.org/about/history-of-the-fsb/>.

2011. Sobre esta definición, también en el mismo informe, el FSB destaca que la “intermediación crediticia” es un término amplio y que las autoridades deben “lanzar la red a lo ancho” (*cast the net wide*) sobre la intermediación fuera del sistema bancario tradicional dado que los diversos instrumentos financieros son complejos y de vez en cuando consta de una cadena de financiación en la cual las entidades del sistema bancario, tal vez, contribuye a la banca en la sombra, entonces “*los bancos están expuestos al sistema bancario en la sombra temporalmente*”<sup>40</sup>.

La mayor ventaja y también el mayor problema de la regulación legal de *shadow banking* era la “flexibilidad”. La flexibilidad de la inversión, la financiación y el apalancamiento resultó que las entidades no bancarias podrían “*correr en el mercado si se pierde la confianza*”<sup>41</sup>. Más aún, el sistema de banca en la sombra, por su flexibilidad, aprovechó instrumento financiero como pacto de recompra/repos (“*repurchase agreements*”, se trata de recomprar los valores vendidos previamente)<sup>42</sup>, apalancamiento financiero/multiplicación (“*financial leverage*”, se refiere a utilizar mecanismos, como de forma deuda, para aumentar la inversión actual con un capital propio pequeño)<sup>43</sup>, titularización (“*securitisation*” consiste en la transferencia de activos financieros en títulos financieros comerciables en los mercados de capital)<sup>44</sup> para aumentar exponencialmente el rendimiento ignorando su valor real mientras que se asume un mayor riesgo fuera de la regulación legal en ese tiempo.<sup>45</sup>

---

<sup>40</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Shadow Banking : Strengthening oversight and regulation*, cit., p. 3.

<sup>41</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Strengthening the oversight and regulation of Shadow Banking: Progress report to G20 Ministers and Governors*, 2012, p. 1.

<sup>42</sup> Véase P. GOTTARDI; V. MAURIN; C. MONNET, “A theory of repurchase agreements, collateral re-use, and repo intermediation”, *Review of Economic Dynamics*, vol. 33, 2019., p. 31.

<sup>43</sup> Véase M. M. BLAIR, “Financial innovation, leverage, bubbles and the distribution of income”, *Review of Banking and Financial Law*, vol. 30, 1, 2010., p. 229.

<sup>44</sup> Véase ESMA, *Advice Investment-based crowdfunding ESMA/2014/1560*, 2014., p. 23.

<sup>45</sup> Véase FINANCIAL STABILITY BOARD, *Strengthening the oversight and regulation of Shadow Banking: Progress report to G20 Ministers and Governors*, cit., p.1; E. HELLEINER, “Understanding the 2007-2008 global financial crisis: Lessons for scholars of international political economy”, *Annual Review of Political Science*, vol. 14, 2011. p. 70.

Debido a la falta de regulación y a la complejidad de este sistema, parece inevitable una crisis económica. Junto con la burbuja hipotecaria por un excesivo juego de instrumento financiero,<sup>46</sup> la incapacidad de devolver el préstamo por el apalancamiento alto, es obvio que una vez que se reduzca el flujo de capital, la preocupación por perder toda la inversión hace que más inversores pretendan solicitar la devolución de toda su inversión al mismo tiempo, de ahí que las entidades se declaren insolvencia por culpa de un “agujero” en el capital, especialmente cuando las entidades no bancarias no tenían la obligación de depositar un capital reservado y entonces no aún más imposible de satisfacer la demanda de los inversores. En seguida, la pérdida de confianza ocurre junto con este continuo miedo. Al mismo tiempo, la gran recesión de España, a consecuencia de la crisis económica mundial ha provocado que los bancos no tengan la capacidad de combatir los problemas de la reducción de flujo de capital.

Considerando la austeridad de la crisis, especialmente el fenómeno de banca en la sombra, las autoridades han pasado a la acción, las maneras adoptadas como una forma de recuperar la confianza de los ahorradores por parte del gobierno consta de elevar las tasas de interés<sup>47</sup> y promulgar normativas regulatorias más estrictas sobre la financiación; además, el riesgo del sistema de la banca en la sombra hace que los bancos sean más prudentes y opten por los proyectos con menor riesgo o con garantías suficientes con el fin de evitar el problema del endeudamiento y la morosidad<sup>48</sup>.

---

<sup>46</sup> Véase M. M. BLAIR, “Financial innovation, leverage, bubbles and the distribution of income”, cit., p. 225.

<sup>47</sup> Véase A. NOVALES, “Política monetaria antes y después de la crisis financiera”, *Departamento de Economía Cuantitativa Universidad Complutense*, 2010, p. 2.

<sup>48</sup> Normalmente, la financiación bancaria siempre tiene un objetivo: “*la devolución del préstamo con avales o solvencia personal*” ignorando el éxito del proyecto; en este sentido, la suficiencia de garantías será el foco de la norma de comprobación, véase E. R. BUTZBACH, *Crowdfunding: la eclosión de la financiación colectiva, un cambio tecnológico, social y económico*, cit., p. 50-51, como, por ejemplo, BBVA ESPAÑA, “Condiciones para pedir un préstamo”, fecha de consulta 8 febrero 2021, en <https://www.bbva.es/finanzas-vistazo/ef/prestamos/condiciones-para-pedir-un-prestamo.html>.



Las compañías que sufren más<sup>49</sup> en esta crisis son las pequeñas y medianas empresas<sup>50</sup> (en adelante, “PYME”) cuando estas sociedades carecen de la inversión inicial para la explotación de su negocio o de la inversión de más ronda destinada a la expansión debido a que no alcanza las exigencias más estrictas de las fórmulas más tradicionales de financiación<sup>51</sup>.

Por un lado, normalmente, las PYME no suelen ser propietarias de los equipos, fábricas o terrenos, los cuales son reconocidos como garantías por las instituciones financieras para ayudarles a evitar el riesgo de perder toda su inversión y asegurar un cierto beneficio. En particular, algunas empresas de alta tecnología con derechos de propiedad intelectual ven reflejados sus valores fundamentales en estos derechos y su equipo técnico; sin embargo, debido a la falta de un sistema sólido de evaluación del valor de los activos intangibles, sus activos no pueden utilizarse como base para la mejora crediticia frente a las entidades financieras.<sup>52</sup> Además, las PYME que pertenecen a los sectores de economía pequeños, por ejemplo el sector cultural y creativo no obtienen rendimientos tan grandes como los de los sectores tradicionales y llena de incertidumbre el mercado, lo que empeora el acceso a la financiación. Por otro lado, una vez que las PYME logren la financiación de las instituciones financieras con éxito, es difícil que las *startups* o emprendedores soporten las

---

<sup>49</sup> Según los datos obtenidos en los resultados del cuestionario del Banco Central Europeo sobre el acceso a la financiación de las empresas, aunque se ha informado de unos progresos en el entorno de inversión, el porcentaje neto de PYME que declaran una mejora en la disponibilidad de préstamos bancarios ha descendido del 11% al 9%, la tasa de éxito de las solicitudes de préstamos ha disminuido, y los intereses que deberían pagarse han aumentado. Véase EUROPEAN CENTRAL BANK, *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area - October 2018 to March 2019*, 2019.

<sup>50</sup> La definición está recogida en el Anexo I del Reglamento (UE) núm. 651/2014 de la Comisión en el que se considerará PYME aquellas que estén constituidas por “*menos de 250 personas y cuyo volumen de negocios anual no supera al 50 millones EUR o cuyo balance general anual no excede de 43 millones de EUR*” del art. 2.

<sup>51</sup> Véase T. RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, “La responsabilidad de las plataformas: Alcance, límite y estrategias”, en Luis Cazorla González-Serrano, Enrique Serrano Moreno (eds.) *Crowdfunding: aspectos legales*, Editorial Aranzadi, 2016, p. 372.

<sup>52</sup> Morgan Stanley ha estudiado todas las IPO de las empresas de tecnología en los últimos 22 años en Norteamérica, solo 1 de cada 20 empresas salió a bolsa, por lo que la tasa de éxito es muy baja. Véase THE NATIONAL RESEARCH COUNCIL OF CANADA, *Converging technologies and new product markets: Climate change, health, security*, Ottawa, 2003. p. 62.

elevadas tasas de interés. En consecuencia, el préstamo o el crédito concedido por la financiación tradicional impide el desarrollo de las PYME.

Considerando que las PYME -que representan casi la mitad del tejido empresarial en España según los datos del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo de enero de 2019<sup>53</sup>, y “tienen previsiones de la tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) del 48,8% durante 2016 a 2024”<sup>54</sup>- juegan un papel importante en el mercado tanto de España como a nivel internacional, es necesario encontrar un nuevo modo de financiación que sea más accesible y aborda el “*gap*” de financiación<sup>55</sup> para ellas.

### **1.3. La necesidad de inversión**

La última razón por la que el crowdfunding ha ocupado un espacio en la financiación empresarial es el incremento de ingresos en las economías personales y el riesgo moderado del nuevo modo de inversión.

Con más renta disponible a su alcance, las personas pretenden utilizar el dinero de una mejor manera. Además del aumento de consumo o compraventa de viviendas con parte de sus ingresos, los ciudadanos son conscientes de que el capital de libre disposición es susceptible de generar más capital, por lo cual, y en comparación con el interés moderado del depósito en el banco, la inversión constituye la figura preferente a la hora de obtener rendimientos. Un reciente informe de la Universidad de Cambridge ha concluido que la financiación alternativa ha obtenido más de 876 millones de euros en 2015 en Europa, lo

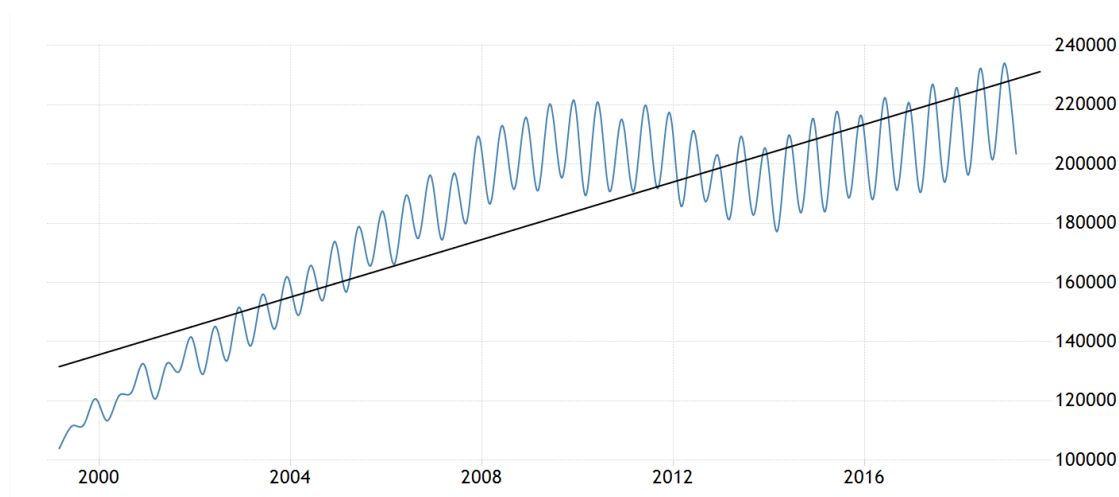
---

<sup>53</sup> Se registraron 1,3 millones de PYME frente a 4,7 mil de gran tamaño. Paralelamente, las PYME son las principales generadoras de empleo en comparación con empresas de grandes tamaños. Véase MINISTERIO DE TRABAJO, “Cifras PYME. Datos enero 2019”, 2019.

<sup>54</sup> Véase TRANSPARENCY MARKET RESEARCH, “Peer-to-Peer lending market – Global industry analysis, size, share, growth, trends and forecast 2016-2024”, 2016, fecha de consulta 16 septiembre 2019, en <https://www.transparencymarketresearch.com/peer-to-peer-lending-market.html>.

<sup>55</sup> Véase COMISIÓN EUROPEA, *Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea (COM(2014) 172 final)*, cit., p. 5.

que ha supuesto un incremento de más del 100% en comparación con el año 2014.<sup>56</sup> Más aún, si consultamos también el Cuadro 2, y aunque sean datos relativos a España, se aprecia claramente el gran potencial de la inversión.



Cuadro 2 Renta personal disponible de España desde 2000, la unidad monetaria es EURO Millón<sup>57</sup>

Sin embargo, la gran inversión o el procedimiento complejo en las entidades de inversión no es una buena opción para los pequeños inversores, quienes habitualmente no están dotados de los conocimientos y la especialización necesaria para gestionar inversiones de gran calado. Es en ese momento que los inversores optan por un instrumento financiero que le ofrezca una oportunidad de inversión, con menor riesgo y rentas apropiadas. La forma de micro financiación resulta así precisa a la hora de solucionar este problema debido a que, por un lado, se trata de pequeñas inversiones;<sup>58</sup> mientras que, por otro lado, se permite la diversificación de las inversiones por la limitación de recaudación en cada proyecto.

<sup>56</sup> Véase B. ZHANG Y OTROS, *Sustaining momentum. The 2nd European Alternative Finance Industry Report*, 2016, p. 20.

<sup>57</sup> Fuente: TRADING ECONOMICS, "Spain Disposable Personal Income", fecha de consulta 8 diciembre 2019, en <https://tradingeconomics.com/spain/disposable-personal-income>.

<sup>58</sup> Véase S. Á. ROYO-VILLANOVA, "El «equity crowdfunding» o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación", *Cuadernos de Derecho y Comercio*, 61, 2014, p. 24.

En resumen, la plataforma digital nació actuando como un intermediario, con el apoyo de la tecnología avanzada, entre las empresas o emprendedores que tenían necesidad de financiar y carecían de apoyo económico, y las personas o entidades que deseaban obtener rendimientos de su capital, pero que no tenían vías alternativas de inversión. Además de las necesidades anteriormente señaladas que viene a cubrir, y puesto que el crowdfunding posee tanto el mercado como los usuarios del comercio, su nacimiento y posterior expansión era más que esperable. Aparte de estos factores, “*el aumento de la economía social y de las redes de intercambio, la popularización del sistema de automatización, entre otros*”<sup>59</sup> suscita un gran interés entre el público. El desarrollo del crowdfunding, por lo tanto, es inevitable en este contexto.

## 2. DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO DEL CROWDFUNDING

### 2.1. Crowdfunding

El Crowdfunding, o bien microfinanciación, o bien micromecenazgo<sup>60</sup>, es un mecanismo o canal alternativo de financiación a las actividades o entidades, que se refiere a las “*convocatorias hechas al público en general con vistas a recaudar fondos para un determinado proyecto*”<sup>61</sup>, y se somete a una regulación distinta al ámbito de las normas del

---

<sup>59</sup> E. R. BUTZBACH, *Crowdfunding: la eclosión de la financiación colectiva, un cambio tecnológico, social y económico*, cit., p. 21-24.

<sup>60</sup> Según la opinión de la Comisión, se designa la descripción o palabra diferente según la finalidad de la financiación, la microfinanciación colectiva que ofrece algún tipo de remuneración financiera, se llama “microinversión colectiva” o “micropréstamo colectivo”, y el resto que no tiene la remuneración financiera se llama “micromecenazgo”. Véase COMISIÓN EUROPEA, *Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea (COM(2014) 172 final)*, cit., p. 4-5. Sin embargo, es un poco confuso para el público porque el micromecenazgo ya es la traducción literal de “crowdfunding”. Por lo tanto, no diferenciamos entre esta palabra, crowdfunding y microfinanciación en nuestra discusión.

<sup>61</sup> *Ibid*, p. 3.

mercado financiero.<sup>62</sup> Las características del crowdfunding nos servirán para diferenciarlo de otros modos de financiación.

En primer lugar, las convocatorias se promueven normalmente por medio de Internet, es decir, es el entorno virtual lo que posibilita la obtención de financiación en masa. En segundo lugar, frecuentemente se trata de una financiación procedente de gran número de contribuyentes cada uno de los cuales hace una aportación relativamente modesta<sup>63</sup> a un proyecto relativamente no grande. Por el contrario, la recaudación de fondos es siempre elevada y en la que los pequeños inversores no tienen la oportunidad de participar. En tercer lugar, la forma del crowdfunding es diversa. Como modelo de financiación, el crowdfunding puede ser utilizado en ámbitos diferentes, principalmente de forma de: microfinanciación colectiva basada en donaciones, microfinanciación basada en recompensas o preventas, microinversión colectiva y el micropréstamo colectivo, la diferencia entre ellas radica en el apartado siguiente<sup>64</sup>.

Teniendo en cuenta que el crowdfunding asigna la contribución a proyectos a los que no se les concederá ningún privilegio en el marco de la financiación tradicional, en cierto sentido, el *boom* o auge del crowdfunding fomenta la creación de nuevas industrias, y promueve el nacimiento de nuevas empresas aprovechando un fondo no “despreciable” constituido por cuantía pequeña de cada uno de los aportantes<sup>65</sup>. Al mismo tiempo, los inversores pueden

---

<sup>62</sup> Véase F. ZUNZUNEGUI, “Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa ( crowdfunding )”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, vol. 3, 2015, p. 3. El autor reconoce en primer lugar que “*las actividades financieras se someten a reserva legal o supervisión administración*” y “*las ofertas públicas de valores [...] se someten al título sobre el mercado primario de la Ley del Mercado de Valores*”; en cambio, los proyectos publicados en el crowdfunding “*carecen de folleto y de registro en la CNMV, [...] no hay fondo de garantía de depósitos o de inversiones*”. En este sentido, el crowdfunding es un fenómeno nuevo.

<sup>63</sup> Véase COMISIÓN EUROPEA, *Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea (COM(2014) 172 final)*, cit. p. 3.

<sup>64</sup> Véase *infra* p. 45-58 sobre las modalidades de crowdfunding.

<sup>65</sup> Véase M. LUCAS DURÁN, “El crowdfunding como vía de protección del patrimonio histórico: aspectos tributarios”, en F. Álvarez Arroyo (ed.) *El crowdfunding como vía de protección del patrimonio histórico: aspectos tributarios*, Dykinson, 2017, p. 188-189.

beneficiarse pese a que no tengan mucho depósito en un determinado período.

## 2.2. Crowdsourcing

Es necesario diferenciar el crowdfunding de un concepto similar que es el crowdsourcing debido a que gran parte de la doctrina<sup>66</sup> suelen confundir con frecuencia estos dos términos.

De acuerdo con Jeff Howe, el crowdsourcing es el acto de abordar una tarea tradicionalmente realizada por un agente designado y llevar a cabo una externalización<sup>67</sup> de esta tarea haciendo una llamada pública abierta, es decir, una llamada a un grupo indefinido, pero grande de personas.<sup>68</sup> Por ello, se subraya la manera de ponerse en contacto con la persona especializada o interesada<sup>69</sup> en determinados temas y está dispuesta a la realización de una obra. Las plataformas típicas son, por ejemplo, las plataformas Quirky<sup>70</sup> y Wikipedia.

Estrictamente hablando, crowdsourcing se refiere a la práctica de obtener las ideas o servicios deseados de un grupo amplio, especialmente mediante las comunicaciones en

---

<sup>66</sup> Véase A. A. E. PÉREZ, ““Carpooling”: C2C en el transporte de personas”, *Revista Aranzadi de derecho y nuevas tecnologías*, 37, 2015. El académico utiliza los datos numéricos de crowdsourcing para ilustrar el tamaño de recaudación mediante crowdfunding. Véase también R. FERNÁNDEZ, “Algunas cuestiones del mecenazgo y el patrimonio”, *Revista de Derecho Patrimonial*, 37, 2015. El autor menciona directamente que el crowdfunding es una forma de crowdsourcing. También existe autor que opina que el crowdfunding es “una variante del crowdsourcing”, véase F. ZUNZUNEGUI, “Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)”, cit., p. 4.

<sup>67</sup> Externalización, o el outsourcing que se refiere a la asignación de tareas descompuestas a un grupo específico, por lo que este concepto no es suficiente para describir el crowdsourcing.

<sup>68</sup> Véase J. HOWE, “The Rise of Crowdsourcing”, *WIRED*, 2006, fecha de consulta 20 septiembre 2019, en <https://www.wired.com/2006/06/crowds/>; J. HOWE, *Crowdsourcing: A definition*, 2006, fecha de consulta 20 septiembre 2019, en [https://crowdsourcing.typepad.com/cs/2006/06/crowdsourcing\\_a.html](https://crowdsourcing.typepad.com/cs/2006/06/crowdsourcing_a.html).

<sup>69</sup> Véase J. HOWE, *Crowdsourcing: Why the power of the crowd is driving the future of business*, Three Rivers Press, New York, 2009, p. 134-135.

<sup>70</sup> Quirky es una plataforma que pone en contacto a los inventores con empresas especializadas en la que el inventor publica su idea de productos y la empresa ejecuta su idea. Véase QUIRKY, “About Quirky”, fecha de consulta 6 marzo 2021, en <https://quirky.com/about-quirky/>.

línea, o sea, las comunicaciones digitales. Por lo general, se logra el resultado esperado en el crowdsourcing a través de la recolección de trabajo a tiempo parcial y las contribuciones de los voluntarios. A estos efectos, hallamos que crowdfunding no es una especie de crowdsourcing, aunque ambos pretenden explotar el “poder de la masa” (*power of crowd*), puesto que el primero solo tiene la finalidad de percibir fondos para la realización de determinado proyecto; en cambio, el último destaca una recolección de ideas o servicios para un proyecto.

### 2.3. Crowdlending

El fenómeno de *crowdlending* (préstamos en masa) es otra manifestación que merece nuestra atención. Según la interpretación literal de esta palabra, se refiere a “*aquella actividad por la que un conjunto de personas (crowd) presta dinero (lending) a otra u otras para cubrir cualquier necesidad*”<sup>71</sup>. La práctica más destacada en el *crowdlending* es el modelo de *P2P (peer-to-peer) lending*<sup>72</sup>.

En comparación con otras nociones similares, este concepto enfatiza la participación de una *crowd* de personas, y por encima de todo subraya que su modo de financiación es mediante el préstamo. Por lo tanto, conforme a esta definición, encontramos que este término está incluido en el crowdfunding, ya que su modo de financiación se limita a la prestación de dinero. En virtud de esto, hay que mencionar que la relación jurídica en el *crowdlending* es una relación de préstamo, es decir, los inversores actúan como prestamistas que buscan recuperar lo que han prestado con una cierta tasa de interés

---

<sup>71</sup> F. URÍA FERNÁNDEZ, “El crowdlending”, en Alfonso Martínez-Echevarría, Francisco Pañeda Usunáriz (eds.) *Las plataformas de financiación participativa -crowdfunding-*, Editorial Aranzadi, Navarra, 2018, p. 84.

<sup>72</sup> En la actualidad, muchos modelos de negocio se derivan del concepto de P2P, algunas han superado el contenido exacto del P2P *lending*, por ejemplo, la plataforma participa en el negocio actuando primero como prestamista, luego lleva a cabo el papel de prestatario frente a otra parte, y viceversa. En este sentido, el negocio no es realmente un P2P modo, sino que pertenece a las actividades de la institución de inversión colectiva.

previamente pactada.

En cambio, el concepto de “crowdfunding” tiene un alcance más amplio porque la financiación cuenta con una inversión sin restricción de determinados objetivos, en otras palabras, la forma de financiación puede ser en forma de emisión de valores o participaciones o donación. A estos efectos, la expresión de “*crowdlending*” no tiene la consideración de ser un sustituto de “crowdfunding”, sino una subcategoría de crowdfunding en nuestro caso.

#### **2.4. Shadow banking**

Existen algunos argumentos<sup>73</sup> a favor de que el crowdfunding pertenece al ámbito de *shadow banking*, pero en el fondo, no estamos de acuerdo con esta afirmación.<sup>74</sup>

No cabe duda de que la lista del *shadow banking* contiene muchas entidades y actividades que se llevan a cabo mediante la intermediación crediticia; más allá, la Comisión Europea especifica los posibles objetos de análisis, a saber, las entidades de fondos del mercado monetario, fondos de inversión, las actividades de titulación, préstamo de valores y operaciones con compromiso de recompra.<sup>75</sup> En virtud de ello, si reconociéramos que el crowdfunding es un tipo de *shadow banking*, el crowdfunding debería tener como finalidad la realización de una de las actividades indicadas (titulación, *repos*, etc.) o sería una de dichas entidades y se sometería a la regulación relativa a la banca en la sombra.

---

<sup>73</sup> Véase A. PAREDEZ PÉREZ, “Aproximaciones al crowdfunding”, en Francisco Pañeda Usunáriz, Alfonso Martínez-Echevarría (eds.) *Las plataformas de financiación participativa -crowdfunding-*, Editorial Aranzadi, Navarra, 2018, p. 20.

<sup>74</sup> Véase A. F. GALACHO ABOLAFIO, “«Crowdfunding y shadow banking»: Plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores”, cit., p. 181. El autor menciona que todavía el crowdfunding no se ha convertido en shadow banking.

<sup>75</sup> Véase COMISIÓN EUROPEA, *Libro verde: El sistema bancario en la sombra*, cit., p. 3-4.



Sin embargo, según el núcleo espíritu del crowdfunding, este término solo contiene el requisito de la realización de una actividad “financiación” sin ninguna limitación sobre un servicio obligado de “intermediación crediticia”, lo cual es esencial en el *shadow banking*. En otras palabras, la financiación participativa abarca más actividades que el *shadow banking*, ya que puede realizar cualquier tipo de financiación sin tener en cuenta su objetivo. Adicionalmente, las actividades de préstamo de valores y las funciones del crowdfunding como entidad de fondos de inversión están prohibidas en muchos países, como, por ejemplo, en España, cuando la plataforma se ha registrado como de financiación participativa de acuerdo con el art. 52 LFFE.

Aunque decimos que el crowdfunding no es un tipo de *shadow banking*, podemos también aprovechar parte de su regulación debido a que una gran parte de las actividades del crowdfunding están relacionadas con los objetivos de la regulación legislativa de la Comisión en relación con las actividades en sombra, los cuales son la mitigación de riesgos para los inversores y la realización un mercado de inversión transparente, estable, y sostenible; a la vez, el crowdfunding y la banca en la sombra tienen aspectos en común como la regulación sobre supervisión prudencial, así como la prohibición de actividades. En consecuencia, el estudio de ambos conceptos nos ayudará a establecer un mecanismo jurídico más coherente en el mercado económico.

## **2.5. Economía colaborativa**

“*Compartir es el núcleo en el mundo de internet hoy en día*”, reconocido por Joanna Shield, vicepresidenta de Facebook,<sup>76</sup> una forma de economía – economía colaborativa – es destacada. Hay que mencionar que solo una parte de las actividades del crowdfunding pertenece a la categoría de la economía colaborativa.

---

<sup>76</sup> Véase S. DREDGE, “Facebook’s Joanna Shields: Engaging audiences through social media”, *Miptrends*, 2010, fecha de consulta 3 marzo 2021, en <https://mipblog.com/2010/10/liveblog-facebooks-joanna-shields-on-engaging-your-audience-through-social-media/>.

El concepto “economía colaborativa” fue elaborado por primera vez por el Comité Económico y Social Europeo en cuyo Dictamen indicaba que el consumo colaborativo se identificaba con “*la manera tradicional de compartir, de intercambiar, prestar, alquilar y reglar redefinida a través de la tecnología moderna y de las comunidades*”<sup>77</sup>. Pero posteriormente, el Dictamen del Comité de las Regiones Europeo comenzó a utilizar la expresión de “economía colaborativa” para referirse a “*las prácticas sociales de compartir, colaborar y cooperar*”<sup>78</sup>. Luego la Comunicación de la Comisión Europea renovó la definición de la misma denominación, definiéndolo como “*modelos de negocio en los que se facilitan actividades mediante plataformas colaborativas que crean un mercado abierto para el uso temporal de mercancías o servicios ofrecidos a menudo por particulares*”<sup>79</sup>. Además, la Comisión Europea añadió que existen tres categorías de agentes en la economía colaborativa: el prestador de servicios (profesional y no profesional), los usuarios del servicio y los intermediarios, que se denominan plataformas colaborativas.

En sentido más simple, los “modelos de negocio” de esta nueva forma de economía incluyen cualquier actividad siempre que cumpla con los requisitos del concepto: 1) que sea un mercado abierto facilitado mediante una plataforma colaborativa; 2) que se refiera a la satisfacción de la demanda temporal de mercancías o servicios infrutilizados ofrecidos a menudo por particulares<sup>80</sup>; 3) que tenga como objetivo ganar o ahorrar dinero y 4) que haga hincapié en la relación de colaboración entre los intervinientes.

---

<sup>77</sup> Véase COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL EUROPEO, *Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre «Consumo colaborativo o participativo: un modelo de sostenibilidad para el siglo XXI» (Dictamen de iniciativa) 2014/C 177/01*, 2014, p. 53.

<sup>78</sup> Véase COMITÉ DE LAS REGIONES EUROPEO, *Dictamen del Comité de las regiones Europeo -La dimensión local y regional de la economía colaborativa 2016/C 051*, 2016, p. 28.

<sup>79</sup> Véase COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones: Una Agenda Europea para la economía colaborativa COM(2016) 365 final*, 2016, p. 3.

<sup>80</sup> Véase M. D. ORTÍZ VIDAL, “La economía colaborativa en la Unión Europea: un fenómeno tan popular como controvertido”, en Rosalía Alfonso Sánchez, Julián Valero Torrijos (eds.) *Retos Jurídicos de la Economía colaborativa en el contexto digital*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2017, p. 77.

En cuanto al crowdfunding, la plataforma que contribuya a su realización sí es una plataforma colaborativa, ya que juega un papel de intermediación y crea un mercado accesible para los usuarios; las actividades de financiación para los inversores son una inversión, de alguna forma, una reutilización de depósito libre<sup>81</sup>; asimismo, considerando que el servicio de financiación ofrecido no es habitual, la demanda de financiación o de inversión carece de la continuidad o habitualidad exigida en el servicio de un profesional, por lo cual será considerado como temporal; la colaboración entre los particulares es importante, puesto que el comercio se establece por la confianza entre las partes.

No obstante, no podemos definirlo directamente como un subtipo de economía colaborativa,<sup>82</sup> ya que hemos indicado varias veces, los objetivos de los fondos son ilimitados, por lo que existen crowdfunding de inversión y micropréstamo en los que los inversores tienen la finalidad de beneficiarse económicamente; asimismo, también existen la modalidad de donación y la microfinanciación de recompensas, en las que los contribuidores no pretenden realizar esta finalidad, lo que representa que algunos tipos del crowdfunding no cumplen con uno de los requisitos de la economía colaborativa.

De todas formas, igual que sucedía con la regulación asimilada de *shadow banking*, los informes relativos a la economía colaborativa y la regulación de préstamos entre particulares en otros países son materiales imprescindibles en la discusión sobre crowdfunding, particularmente en materia del crowdfunding de inversión y de préstamo.

---

<sup>81</sup> Es un consenso que las plataformas pongan una advertencia imprescindible en la página web la cual es “no invierta dinero que no pueda perder”. Esto indica que la inversión a través del crowdfunding no puede ser profesional y que el dinero que invierte el inversor es un excedente para él.

<sup>82</sup> Véase I. RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, “El servicio de mediación electrónica de las plataformas de financiación participativas: marco regulador”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 149, 2018., p. 223; L. GARCÍA MONTORO, “Agenda europea para la economía colaborativa”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, 18, 2016, p. 108-109; M. M. PARDO LÓPEZ, “El control administrativo en el nuevo régimen jurídico”, en Rosalía Alfonso Sánchez, Julián Valero Torrijos (eds.) *Retos jurídicos de la economía colaborativa*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2017, p. 239.

### 3. LAS MODALIDADES DEL CROWDFUNDING

Después de conocer qué es crowdfunding y los términos relativos, hay que tener en cuenta que el “crowdfunding” es un concepto que mantiene “*los elementos comunes [...] da cobertura a distintas operaciones de financiación [...] que pueden tener una contraprestación, económica o no*”<sup>83</sup>, por lo que ciertamente no es un término legal<sup>84</sup> según el que se determinan las obligaciones y derechos de cada parte involucrada en esta relación. Así que la definición del crowdfunding tiene el valor más significativo en la práctica que en el ámbito de Derecho. En este sentido, para clasificar la relación jurídica contenida en la denominación general de “crowdfunding”, es necesario investigar diferentes tipos de micro mecenazgo.

En la actualidad, existen muchas taxonomías que han permitido la proliferación de numerosas opiniones sobre las clases de financiación participativa<sup>85</sup>, pero como hemos comentado, el estudio de todas las modalidades no es necesario para efectuar un análisis de la relación jurídica básica entre los intervinientes de la microfinanciación en vista de que

---

<sup>83</sup> E. MORENO SERRANO, “Crowdfunding como forma alternativa de financiación”, en Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González-Serrano (eds.) *Crowdfunding: aspectos legales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2016, p. 40.

<sup>84</sup> Por ejemplo, en España, la regulación legal de la financiación participativa separa la financiación con arreglo al destinatario de los fondos, resulta que las normas regulatorias que aprovechan difieren entre la sociedad de responsabilidad limitada, la financiación destinada a otras empresas y la financiación de préstamo.

<sup>85</sup> Esta clasificación es la más utilizada, véase A. DELIVORIAS, “Crowdfunding in Europe - Introduction and state of play”, *European Parliament Research*, January, 2017, p. 2; THE UK CROWDFUNDING ASSOCIATION, “What Is Crowdfunding?”, fecha de consulta 16 septiembre 2019, en <https://www.ukcfa.org.uk/what-is-crowdfunding/>. Sin embargo, también existen otras taxonomías, ya que la Comisión Europea propone una clasificación más complicada: *P2P lending, equity crowdfunding, rewards-based crowdfunding, donation-based crowdfunding, profit-sharing/revenue-sharing, debt-securities crowdfunding*, o modelos híbridos, véase COMISIÓN EUROPEA, “Crowdfunding explained”, fecha de consulta 24 septiembre 2019, en [https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide/what-is/explained\\_es](https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide/what-is/explained_es). A su vez, el trabajo de Philipp Haas, Ivo Blohm y Jan Marco Leimeister distingue entre *hedonistic crowdfunding* (proyectos innovadores y creativos), *altruistic crowdfunding* (proyectos de beneficencia) y *for-profit crowdfunding*. Véase P. HAAS; I. BLOHM; J. MARCO LEIMEISTER, *An empirical taxonomy of crowdfunding intermediaries*, 2014, p. 13.

muchas de ellas tienen una base jurídica común<sup>86</sup>; por lo tanto, adoptamos la clasificación normalmente aceptada por el público. El crowdfunding se divide en 4 modalidades: crowdfunding de inversión, crowdfunding de préstamos, crowdfunding de recompensas y crowdfunding de donaciones. A continuación, estudiamos cada una de ellas con el fin de encontrar la diferencia y el punto común entre sí.

### 3.1. Crowdfunding de inversión

La denominación española de “crowdfunding de inversión” es la traducción de “*equity crowdfunding*”<sup>87</sup>, una noción que normalmente se refiere al tipo de financiación cuando la contribución se efectúa a cambio de obtener la posición de socio en una empresa o sociedad de capital esperando percibir las remuneraciones dinerarias, especialmente en forma de dividendos o un mayor valor de las participaciones o acciones obtenidas en una posterior salida.

Dependiendo del tipo de sociedad de capital, la titulación puede ser “acciones”, “participaciones” o “valores representativos de capital”. De hecho, lo más importante es que

---

<sup>86</sup> Por ejemplo, el término “*profit-sharing-based crowdfunding*” se trata de una modalidad en la que los aportantes realizan aportaciones a un proyecto que, en el caso de que tengan éxitos, los promotores estarán obligados a devolver las aportaciones; en cambio, en el caso de que sean fracasos, la operación se instrumentará por medio de una donación. Con respecto a esta condición, la investigadora Cerda Labanda opina que el primer caso será la modalidad de préstamo y el segundo la modalidad de donación. Véase D. CERDA LABANDA, “El crowdfunding en el deporte. Un método alternativo de financiación de proyectos deportivos”, *Revista Aranzadi de derecho de deporte y entretenimiento*, 48, 2015. Por lo tanto, en cierta manera, no se trata de una nueva modalidad, sino de una combinación de varias modalidades básicas.

<sup>87</sup> Existen explicaciones de que el crowdfunding de inversiones se articula mediante el “*debt crowdfunding*” debido a que se considera que la financiación es a través de la suscripción de valores representativos de deuda, así como de las obligaciones. Véase M. CUENA CASAS, “Crowdlending o préstamo en masa y evaluación de la solvencia del promotor de la financiación”, *Anuario de derecho concursal*, 47, 2019. p. 10. Sin embargo, este tipo de explicación provoca una confusión entre el crowdfunding de préstamos y este tipo de financiación. Además, con respecto a los valores de renta fija o variable, es una subcategoría de “*equity investment*”; en este sentido, no utilizamos el *debt crowdfunding* en la discusión del tipo de inversión.

después de la inversión, los inversores se convierten directamente<sup>88</sup> en los socios de dicha sociedad con la aportación, independientemente del formato de titulación.

Además, dentro de esta categoría, las sociedades pueden aprovechar esta cantidad de dinero para realizar la expansión o el lanzamiento de su negocio de nuevo<sup>89</sup>, ya sea mediante capital suscrito o capital emitido al solicitar la constitución o extensión de la sociedad. En efecto, existe una diferencia entre la ampliación y la constitución de una sociedad desde la perspectiva societaria, ya que tanto en las normativas aplicables como en los estatutos sociales o en los pactos sociales se propone la posibilidad de la existencia de un derecho de preferencia en caso del aumento de capital social, bien sea mediante nuevas acciones, participaciones sociales, u obligaciones convertibles. Por ende, será necesario una reflexión sobre los procesos precontractuales en relación con las obligaciones de la sociedad en caso de que ésta pretenda aumentar su capital social.

---

<sup>88</sup> En este caso no tomamos en consideración las obligaciones convertibles o canjeables debido a que las obligaciones son activas con vencimiento a largo plazo normalmente, y se da la opción de canjear estas obligaciones por acciones del emisor al tenedor de las mismas; por lo tanto, preferimos situar esta categoría en la modalidad de préstamo.

<sup>89</sup> Moreno Serrano menciona que el financiador del crowdfunding de inversión solo puede participar en “una fase temprana de negocio”; en cambio, si se encuentra en la fase de expansión, lo hará en forma de préstamo. Véase E. MORENO SERRANO, “Crowdfunding como forma alternativa de financiación”, cit., p. 41. No nos parece razonable esta explicación porque la segunda ronda de financiación también será considerada como una “inversión”, si la sociedad tiene la intención de emitir deudas, será considerada indudablemente como un “préstamo”. Por ello, no hacemos la limitación de las fases del establecimiento de las sociedades.

Acerca del promotor de los fondos recaudados, puede hacerlo en forma de aportación a una sociedad, a las cuentas en participación<sup>90</sup>, o a la comunidad de bienes<sup>91</sup>. La diferencia de la forma societaria del promotor influye, en primer lugar, en las responsabilidades de la plataforma así como en la de los promotores porque en estos casos, no se exigen las comprobaciones registrales, de ahí que deben examinarse con más cuidado la autenticidad del proyecto, la operación racional de su negocio anterior, el correcto desembolso del capital social, entre otros asuntos por su forma societaria.

Todavía cabe señalar que al entrar en una sociedad o comunidad, los socios van a tener diferentes derechos, a saber, los que invierten en una sociedad de capital obtendrán derecho de información, de voto, etc., aquellos que aportan fondos al contrato por cuenta-partícipe, no tienen control sobre la compañía. Sin embargo, entendemos que dichas participaciones o acciones obtenidas en la sociedad de capital no son transferibles en el crowdfunding en la mayoría de los casos, puesto que se trata de un proyecto publicado en la web conteniendo los datos sobre el cierre de proyecto, la distribución de dividendos y otras informaciones prefijadas; asimismo la plataforma participa en el contrato de inversión y tiene la obligación de proteger los intereses del inversor siempre y cuando éste sea su usuario. A estos efectos, una vez que el inversor transfiera su participación al tercero, el

---

<sup>90</sup> La contribución puede destinarse a las cuentas en participaciones en las que un partícipe aporta capital con el objeto de participar en el negocio del gestor, véase los arts. 239 a 243 del Código de Comercio. No obstante, López-Triviño argumenta que la cuenta-partícipe es una modalidad entre el equity crowdfunding y el crowdfunding de recompensa porque el aportante “*no recibe un porcentaje del equity de la empresa, es decir, no participa en la gestión como tampoco tiene derecho a voto en la junta de accionistas*” al percibir rendimiento del negocio. Véase G. LÓPEZO-TRIVIÑO, “El crowdfunding de inversión con modelo de cuenta partícipe”, en Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González-Serrano (eds.) *Crowdfunding: aspectos legales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2016, p. 333-335. Hernández Sainz comparte la idea de que las PFP no pueden amparar la forma de contratos de cuentas en participación debido a que el art. 50 LFFE solo indica la inclusión de emisión o suscripción de obligaciones, acciones ordinarias o privilegiadas, u otros valores representativos de capital, emisión o suscripción de participaciones de sociedades limitadas o préstamos de cualquier clase, incluidos los participativos. Véase E. HERNÁNDEZ SAINZ, “El crowdfunding inmobiliario mediante contratos de cuentas en participación: una fórmula de inversión participativa ¿alegal o prohibida?”, *Revista de Estudios Europeos*, 70, 2017. p. 137. Sin embargo, en vista de que la obtención de participación o acción no constituye un elemento indispensable del crowdfunding de inversión en nuestro análisis. Por lo tanto, la inclusión del contrato de cuenta en participación del *crowd* no parece inadecuada.

<sup>91</sup> Se refiere a la puesta en común de activos para establecer una asociación y mediante la cual se lleva a cabo una actividad empresarial.

contrato acordado entre el inversor y el promotor es difícil de ejecutar y la plataforma no tiene obligación de proteger el interés del tercero de la misma manera que protege a su usuario. Por lo tanto, desde un cierto punto de vista, podemos decir que la inversión no es fluida.

Desde el punto de vista de las entidades promotoras, si se trata de una sociedad de capital, la sociedad se enfrenta a la dificultad de llevar a cabo más rondas de inversión durante la vigencia del contrato de financiación con las inversiones, ya que es considerado como una forma de dilución del porcentaje de los inversores. Así, normalmente dicha empresa no puede cotizar en el mercado secundario de valores.<sup>92</sup> En cambio, la limitación de la ampliación o reducción de capital para las modalidades que no ofrecen participaciones a los aportantes es mucho menor, debido a que por un lado, su rentabilidad, aunque no es un interés preestablecido, es relativamente inamovible<sup>93</sup> (por ejemplo, el 5% de la facturación de los productos vendidos en los dos años siguientes), la entrada de nuevos socios o la salida de socios actuales no afecta al ingreso de los inversores; por otro lado, no tienen facultad de administrar, por ello, las empresas podrán ejecutar los cambios de estructura si lo consideran oportuno.

Por último, los diferentes tipos de destinatarios también ejercerán influencia en el rendimiento de los contribuidores (elevado o moderado) y en la forma de distribuir la renta (fijado o variable); asimismo, la tributación será distinta conforme a la forma de sociedad y si el aportante es una persona física o jurídica.

---

<sup>92</sup> Para poder cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil se exige que la sociedad sea anónima y que las accionistas con porcentajes interiores al 5% del capital social representen un valor superior a dos millones de euros. Véase E. MORENO SERRANO, "Cuestiones jurídicas derivadas de la aplicación del «crowdfunding»", en Alfonso Martínez-Echevarría, Francisco Pañeda Usunariz (eds.) *Las plataformas de financiación participativa -Crowdfunding-*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2018, p. 262.

<sup>93</sup> Véase G. LÓPEZO-TRIVIÑO, "El crowdfunding de inversión con modelo de cuenta partícipe", cit., p. 333-337.



A diferencia de la modalidad de préstamos, los aportantes de *crowdinvesting* no pueden pretender el reembolso de su inversión ni pueden asegurar el retorno de su inversión, ya que el beneficio que les distribuye el destinatario del fondo está ligado a los resultados del éxito o fracaso en el momento de la extinción y liquidación del proyecto. Acompañados de un mayor riesgo, su rendimiento es siempre el más elevado de todas las modalidades de microfinanciación.

Sin embargo, en comparación con la inversión de las entidades de inversión o entidades de capital-riesgo, las empresas promotoras tienen más libertad de decisión, puesto que los pequeños inversores no son profesionales de los negocios de la empresa y tampoco quieren comprometerse en los asuntos complicados cotidianos solo con su pequeña aportación, incluso si les da derecho de voto. Por ello, el método de financiación participativa para las empresas sigue siendo una buena manera.

### 3.2. Crowdfunding de préstamos

El modelo del *debt-based crowdfunding* siempre acompaña al *equity crowdfunding* por lo que ambos son reconocidos como “modos alternativos” de financiación empresarial en el mercado comercial.<sup>94</sup> En comparación con el modo de inversión, el préstamo parece más

---

<sup>94</sup> Para facilitar la lectura, se utilizará únicamente el término “préstamo”, ya que es uno de los más habituales en la descripción de este tipo del crowdfunding para referirse a todos los proyectos de títulos de deuda; en cambio, para describir los valores negociables se utilizará el término “inversión” correspondiente a “*equity*”. Sin embargo, la Comisión Europea propone definiciones distintas sobre la financiación de “*lending*” y “*investing*” en la Exposición de Motivos de Propuesta del reglamento de la financiación participativa. En esta propuesta y en comparación con la versión de inglés y de español, la financiación participativa regulada se divide en la “financiación participativa de crédito” como la traducción literal de “*lending-based crowdfunding*” y la “financiación participativa de inversión” con su traducción de “*investment-based crowdfunding*”. El último concepto de inversión es la financiación de valores (*securities*). Véase COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo Europeo y del Consejo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas COM (2018) 113 final*, 2019, p. 16. Asimismo, el art. 3 del Reglamento explica que los servicios de financiación participativa consisten en “*la facilitación de la concesión de préstamos*” y “*la colocación sin un compromiso firma [...] de valores negociables*” en materia de financiación empresarial. Por ello, en efecto, el contenido de la financiación es casi lo mismo.

atractivo para los inversores y representa un enorme volumen de financiación en masa<sup>95</sup>, que ha representado un mayor crecimiento en los últimos años en comparación con otras modalidades debido a su riesgo y rendimiento moderados.<sup>96</sup> Desde el punto de vista de los promotores, es accesible para la persona física, y las compañías también prefieren el tipo de préstamo en vez de la forma de inversión<sup>97</sup>; por lo tanto, la modalidad del crowdfunding de préstamos es más importante en el mercado de financiación participativa.

Este tipo del crowdfunding goza de mayor reconocimiento y popularidad por su traducción “*crowdlending*”, sin embargo, es mejor decir “*debt crowdfunding*”<sup>98</sup> porque el préstamo no solo contiene el préstamo simple de dinero, sino que también incluye “inversión en descuentos de facturas y pagarés” (*invoice trading*), “inversión en títulos de deuda” (*debt securities*) como, por ejemplo, las obligaciones<sup>99</sup>, así como formas de préstamo mutuo y préstamo participativo.

---

<sup>95</sup> En un informe de Universidad de Cambridge de 2018 sobre la financiación en la región de Asia y el Pacífico (*Asia Pacific Region*), la financiación corporativa en esta región (excluida China) representó una proporción del 61% del volumen total, lo que equivale a 2.230 millones de dólares, y el modelo de *debt crowdfunding* obtuvo la mayor parte (98%) y el modelo de *equity crowdfunding* solo obtuvo un 1%, aunque esta proporción fue ligeramente diferente para las *startups* y las PYME, el préstamo es el más elegido por el mundo de los negocios. Véase UNIVERSITY OF CAMBRIDGE, “The 3rd Asia Pacific Region alternative Finance industry report”, 2018, p. 20.

<sup>96</sup> Véase Á. GONZÁLEZ; J. RAMOS, *Financiación participativa (Crowdfunding) en España: Informe anual 2017*, 2017., p. 9-10.

<sup>97</sup> La preferencia de financiación se desprende de la teoría “*pecking order*” (orden jerárquico), que indica que las empresas optan por financiación interna antes que por la financiación de préstamos, pero la inversión nunca ha sido la primera opción para las empresas y siempre actúa como la última opción para ellas. Véase G. DONALDSON, *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration, Boston, 1961, p. 67.

<sup>98</sup> Rabasa Martínez piensa que el crowdfunding de préstamo también se trata de “*lending-debt*” based *crowdfunding*, véase I. RABASA MARTÍNEZ, “El uso de Bitcoins en las plataformas de crowdfunding”, *Revista de Estudios Europeos*, 70, 2017, p. 366. De todas formas, *debt* es un tipo de “préstamo” más que de “inversión” como lo que indica Cuenca Casas.

<sup>99</sup> Véase E. MORENO SERRANO, “Crowdfunding como forma alternativa de financiación”, cit., p. 41.

Este concepto insinúa que el inversor presta una cantidad de dinero sin garantía al promotor con la expectativa de recuperar el capital y los intereses<sup>100</sup>, o sea, a cambio de “un instrumento de débito”<sup>101</sup>, y este reembolso se realiza en un plazo previamente pactado, normalmente es una retribución de forma periódica proporcional al importe aportado<sup>102</sup>.

Según la explicación de este término, encontramos que la relación entre el promotor y el inversor es una relación entre prestatario (promotor) y prestamista (inversor), por ello, esta modalidad también se llama préstamo basado en la plataforma. En comparación con la financiación de inversión, este modelo de préstamo reduce el riesgo<sup>103</sup> para los inversores, puesto que estos inversores pueden recuperar su inversión original con independencia del éxito del proyecto en casi todas las circunstancias, salvo en supuestos de que las partes acuerden lo contrario. Además, los inversores no pueden participar en las actividades ejercidas por el promotor debido a la falta de posición de socios, es relativamente más conveniente para el funcionamiento del proyecto.

---

<sup>100</sup> Véase D. M. FREEDMAN; M. R. NUTTING, “A brief history of crowdfunding: Including rewards, donation, debt, and equity platforms in the USA”, *Freedman and Nutting*, 2015, p. 3.

<sup>101</sup> El instrumento de débito se refiere a los préstamos participativos, bonos u otros instrumentos de renta como lo indicado por C. Cuesta y otros, “Crowdfunding en 360o : alternativa de financiación en la era digital Observatorio Economía Digital”, Observatorio Economía Digital, 2014.

<sup>102</sup> Véase R. J. SANZ GÓMEZ; M. LUCAS DURÁN, “Implicaciones tributarias del crowdfunding o financiación colectiva”, *Revista Quincena Fiscal*, 9, 2015., p. 27.

<sup>103</sup> Aunque la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) considera que la financiación vía préstamos opera al margen de la compleja aplicación de las normativas financieras, como la MiFID, pero la de inversión conlleva riesgos significativos para los inversores. Véase ESMA, *Advice Investment-based crowdfunding ESMA/2014/1560*, 2014, p. 5.

Existe la opinión de que no todos los préstamos pueden ser considerados como una manifestación del crowdfunding de préstamos con los que estamos tratando<sup>104</sup> debido a que se opina que la modalidad de préstamos debe contener rendimiento, da igual que sea elevado o moderado. Sin embargo, de conformidad con los artículos 1753 y siguientes del Código Civil, el préstamo simple no debe contener intereses, a excepción de que hayan sido pactados, no podemos concluir de ahí que el término *debt crowdfunding* descarta naturalmente el préstamo gratuito. Por lo tanto, creemos la razón radica principalmente en la existencia del tipo de donación o recompensa, es decir, la forma de préstamo gratuito puede ser incluida en otros tipos de crowdfunding, por lo que el requisito básico del préstamo es siempre obtener dinero reembolsable por parte de los aportantes dentro del plazo fijados en el contrato.

### 3.3. Crowdfunding de recompensas

El crowdfunding de recompensas, o *reward-based crowdfunding* en inglés, es un tipo más complicado de entender porque, por un lado, es un tipo más destacado en España<sup>105</sup>; por otro lado, nos hallamos ante una ausencia de regulación uniforme de la recompensa,

---

<sup>104</sup> Gran parte de la doctrina pone el interés como un prerrequisito para que se considere como una manifestación del crowdfunding de préstamos. Por ejemplo, véase E. HERNÁNDEZ SAINZ, “El crowdfunding inmobiliario mediante contratos de cuentas en participación: una fórmula de inversión participativa ¿alegal o prohibida?”, cit., p. 130; M. CUENA CASAS, “Crowdlending o préstamo en masa y evaluación de la solvencia del promotor de la financiación”, cit., p. 10; H. BENITO MUNDET; D. MALDONADO GUTIÉRREZ, “La financiación colectiva y su papel en el mundo de la empresa”, *Análisis Financiero*, 129, 2015., p. 70; C. GRACIA LABARTA, “Presente y futuro del crowdfunding como fuente de financiación de proyectos empresariales”, *Revista Española de Capital Riesgo*, 1, 2014. p. 7.

<sup>105</sup> Véase E. MORENO SERRANO, “Crowdfunding como forma alternativa de financiación”, cit., p. 45. También en el artículo de P. BELLEFLAMME; T. LAMBERT; A. SCHWIENBACHER, “Individual crowdfunding practices”, *Venture Capital*, vol. 15, 4, 2013, p. 321-322. Se afirma que la forma de las recompensas es más atractiva para el público en comparación con la remuneración dineraria, tal y como se revela en su encuesta. Sin embargo, Martínez Muñoz considera que la modalidad más extendida es el crowdfunding de donaciones, “con la posibilidad en algunos supuestos de obtener una pequeña recompensa en función de la aportación realizada”, véase Y. MARTÍNEZ MUÑOZ; A. MENÉNDEZ MORENO, “El tratamiento fiscal del Crowdfunding”, *Quincena fiscal*, 14, 2015, p. 66. Según esta última opinión, el autor no ve claramente la diferencia entre el proyecto de donación y lo de recompensa. Por ello, la creación de la modalidad del crowdfunding de recompensas goza de preferencia.

especialmente dado el fracaso del 8% en estos proyectos<sup>106</sup>, la ausencia de protección al inversor desanima en gran medida la voluntad de ellos a hacerlo de nuevo. No obstante, en la mayoría de los países no lo considera como una micro-financiación en la práctica.<sup>107</sup>

Esta modalidad subraya que el inversor hace su aportación con el fin de que le entreguen un producto o servicio como un *reward* (recompensa), es decir, el inversor solo está esperando una recompensa que normalmente no es financiera, y “*habría que valorar [su contenido económico] si hay correspondencia entre el valor de la aportación por el financiador y lo obtenido a cambio*”<sup>108</sup>.

La palabra “recompensa” es un poco difícil de entender, pues según lo que explica la RAE, es un beneficio, un favor, una virtud o un mérito. Sin embargo, este tipo de beneficio es distinto del beneficio del crowdfunding de inversión, ya que la recompensa no debería ser una remuneración monetaria. Por ejemplo, para que su libro sea publicado, el autor tiene la obligación de proporcionar 10,000 euros al editorial. En este caso, el autor hace un llamamiento al público para que ayude a la publicación, concretamente para financiar 10,000 euros, y como compensación a los financiadores les regala un libro editado con la firma del autor.

Considerando que en muchos casos, la entrega de recompensas trata a los financiadores como los clientes tempranos del resultado del proyecto (libro, película, software), por lo que

---

<sup>106</sup> Véase E. MORENO SERRANO, “Crowdfunding como forma alternativa de financiación”, cit., p. 49.

<sup>107</sup> En Portugal, la financiación colaborativa de donación y de recompensa está incluida en la regulación del “crowdfunding”, de acuerdo con el art. 3 de la Ley núm. 102/2015, de 24 de agosto, Régimen Jurídico de la Financiación Colaborativa. El crowdfunding de recompensas alude a la provisión de producto financiero o servicio como rendimiento de financiación y necesita un registro especial, como, por ejemplo, necesita comunicarse previamente sus actividades a la Dirección General de Consumidor y registrarse en la Comisión de Mercado de Valores Mobiliarios. Véase los art. 4 a 11 de la Ley del Régimen Jurídico de Financiación Colaborativa.

<sup>108</sup> M. CUENA CASAS, “Crowdlending o préstamo en masa y evaluación de la solvencia del promotor de la financiación”, cit., p. 9.

también se estima como un modelo de “pre-venta”<sup>109</sup> en la doctrina. Sin embargo, la forma de remuneración es más que una venta de productos o servicios a precio moderado, por ejemplo, puede ser una oportunidad de conocer al autor o la mención honorífica en el producto que también satisface la esperanza de los inversores. En este sentido, concluimos que la pre-venta es únicamente una forma popular de *reward-based crowdfunding*, pero no podemos utilizar la como la sustitución del crowdfunding de recompensas.

Más aún, la relación de recompensas no es simplemente una relación de compraventa considerando que el inversor realiza la aportación dineraria a cambio de un premio no dinerario, algunos proyectos incluso permiten que sus recompensas dinerarias sea 0,<sup>110</sup> en tal caso será difícil distinguir entre esta modalidad y la modalidad de donación. Después del estudio del crowdfunding de donaciones, podemos tener la clave para esta cuestión.

A través de esta convocatoria, el proyecto no solo gana el fondo para la publicación de productos, sino que además consigue una publicidad gratuita, dado que todos los aportantes o todos los usuarios de la plataforma han conocido este producto. Además, la información del mercado, la relación con los mecenas y el potencial de sus seguidores para ayudarles a divulgar son recursos preciosos para los promotores.<sup>111</sup> Por ello, este tipo de financiación también atrae a muchas *startups* cuando otros tipos les resultan inaccesibles

---

<sup>109</sup> Véase E. R. MOLLICK; V. KUPPUSWAMY, “After the Campaign: Outcomes of Crowdfunding”, *UNC Kenan-Flagler Research Paper*, 2376997, 2014. p. 3. En la clasificación basada en la complejidad de los procesos de financiación de Hemer, no existe la expresión de “reward”, sino más bien la división de donación, patrocinio, pre-venta o pre-pedido, préstamo, y equity o inversión. Véase J. HEMER, *A snapshot on crowdfunding*, 2011. p. 9-10. De ahí que entendemos que la modalidad de recompensas está incluida en el modo de pre-venta.

<sup>110</sup> Por ejemplo, en la plataforma de Indiegogo, la provisión de “perks” es recomendable para ayudar al éxito de la recaudación de fondos al formar una de las maneras de establecer confianza y publicidad, pero la provisión de este beneficio no es obligatoria. Véase INDIEGOGO, “Perks: How to Manage Your Perk Offerings”, fecha de consulta 26 septiembre 2019, en <https://support.indiegogo.com/hc/en-us/articles/203444357-Perks-How-to-Manage-Your-Perk-Offerings>.

<sup>111</sup> Véase V. ACCONCIA, “La regla del poder de lo gratis”, 2014, fecha de consulta 24 septiembre 2019, en <https://vanacco.com/articulo/la-regla-del-poder-de-lo-gratis/>.

o difíciles de conseguir.<sup>112</sup>

### 3.4. Crowdfunding de donaciones

Los proyectos de donaciones tienen “*carácter principalmente solidario o humanitario*”<sup>113</sup>, y estas actividades suelen ser realizadas frecuentemente en la práctica por parte de las asociaciones, fundaciones u ONG en formas distintas, a saber, donación de órganos, ropa, etc. En cambio, el crowdfunding de donaciones se realiza cuando la contribución aportada por el inversor a través de Internet es dineraria y la aportación se orienta a un proyecto sin contraprestación alguna, en otras palabras, a título gratuito. Esta modalidad goza de mayor importancia en España ahora debido a que muchos museos o patrimonios culturales han recibido una gran ayuda desde esta forma de financiación.<sup>114</sup>

La inversión en esta plataforma, de hecho, no tiene el objeto de recibir nada a cambio, ningún producto o servicio, especialmente un retorno de inversión, sino ayudar a otras personas; dicho de otra manera, el financiador disfruta puramente de la diversión de la colaboración de la sociedad mediante la financiación, sin perjuicio de que en algunas ocasiones, los donantes puedan obtener retornos honoríficos como un certificado de donación o consiguen una autocomplacencia. En este sentido, la esperanza de obtener una remuneración determina la diferencia entre esta modalidad y la modalidad de recompensas, ya que en esta última circunstancia, los aportantes están a la espera de cualquier forma de retorno sobre el fondo recaudado.

Desde el punto de vista del donatario, éste obtiene directamente una cantidad de dinero sin pagar nada como compensación, por lo que una de las características de la donación es

---

<sup>112</sup> Véase M. GUTIÉRREZ; M. ISABEL SÁEZ, *The promise of reward crowdfunding*, 2017. p. 8-9.

<sup>113</sup> E. MORENO SERRANO, “Crowdfunding como forma alternativa de financiación”, cit., p. 45.

<sup>114</sup> Véase I. ANIORTE CÁNOVAS, “El crowdfunding, una ayuda económica y colectiva para los museos”, *Revista de Museología: Publicación científica al servicio de la comunidad museológica*, 57, 2013. p. 6.

que se produce un enriquecimiento en él. Este enriquecimiento y la facilidad de financiación pueden provocar que se publiquen proyectos engañosos<sup>115</sup>. Los proyectos engañosos no solo perjudican los sentimientos de los donantes, sino que también reprimen la confianza entre las personas y los futuros negocios. Por lo tanto, cómo asegurar la autenticidad de los proyectos a través del instrumento jurídico adecuado es una cuestión que debe afrontar el legislador.

Como conclusión, podemos afirmar que en la mayoría de los casos, existen las siguientes diferencias estas cuatro modalidades del crowdfunding: primero, la mayor diferencia entre las tres primeras y la última radica en la existencia del rendimiento de inversión; segundo, la gran distinción entre las dos primeras y la tercera está en la forma de rendimiento, es decir, si el rendimiento es dinerario o no dinerario; por último, debido a la estabilidad del rendimiento, la primera y la segunda no son iguales, y se reflejan en el riesgo de inversión para los inversores. Para tener una comparación completa y clara, consulte el Cuadro 3 que figura a continuación.

---

<sup>115</sup> Véase GOFRAUDME, “Turns out the tale of a little boy fighting bullies was a lie, unsure what happens to the \$45k GoFundme”, 2018, fecha de consulta 30 junio 2019, en <http://gofraudme.com/turns-out-the-tale-of-a-little-boy-fighting-bullies-was-a-lie/>.; CONSUMER REPORTS, “Why you should be careful about donating through crowdfunding”, 2018, fecha de consulta 30 junio 2019, en <https://www.consumerreports.org/crowdfunding/be-careful-about-donating-through-crowdfunding/>.



Nombre	Financiación dineraria	Devolución de la inversión	Remuneración	Remuneración dineraria	Riesgo
Crowdfunding de inversión	✓	×	✓/×	✓	⚠⚠⚠
Crowdfunding de préstamos	✓	✓	✓	✓	⚠⚠
Crowdfunding de recompensas	✓	×	✓	×	⚠
Crowdfunding de donaciones	✓	×	×	×	×

Cuadro 3 Comparación del crowdfunding (Elaboración propia)

No obstante, se reconoce que todas las modalidades mencionadas son los tipos principales, es decir, que no es el panorama completo y que el listado no es cerrado. Reafirmamos que cuando una plataforma digital pueda ayudar a obtener financiación de una pluralidad de personas actuando como intermediario, “de cualquier forma de financiación colectiva”<sup>116</sup>, será considerada como una manifestación del crowdfunding, pero su base es siempre pertenecer a los tipos susodichos.

<sup>116</sup> S. CAMACHO CLAVIJO, “El crowdfunding. Especial referencia a las plataformas de financiación participativa online”, en Susana Navas Navarro, Sandra Camacho Clavijo (eds.) *Mercado digital. Principios y reglas jurídicas*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2016. p. 292.

## **CAPÍTULO II. ANÁLISIS DE LA RELACIÓN JURÍDICA DEL CROWDFUNDING EN ESPAÑA**



En principio, debido a la falta de contraprestación dineraria en crowdfunding de recompensas y de donaciones, las legislaciones tanto en Unión Europea como en España no incluyen estas dos clases del crowdfunding en su regulación relativa a financiación participativa. El art. 46 de la LFFE subraya que una de las características de la financiación participativa es que las personas físicas o jurídicas pretenden obtener un rendimiento dinerario como una recompensación de la financiación y el art. 2, apartado a) del Reglamento 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas (en adelante, “Reglamento 2020/1503”)<sup>117</sup> establece que el servicio de financiación participativa consiste en la *“la facilitación de la concesión de préstamos [y] la colocación sin base en un compromiso firme de valores negociables y de instrumentos admitidos”*. Por ello, la regulación del crowdfunding en el Estado español se limita al establecimiento del marco normativo del crowdfunding de inversión y préstamos.

La ley aplicable a estos dos tipos del crowdfunding fue promulgada por España ya en el año 2015, concretamente en el capítulo V de la LFFE, el cual no solo contiene la explicación del nuevo fenómeno de financiación, sino que también hallamos los requisitos de autorización, supervisión, inspección y sanción realizados por parte de la CNMV y demás órganos competentes. Consecuentemente, a través del estudio esta normativa, obtenemos una foto panorámica básica del funcionamiento de la financiación participativa, de ahí que el análisis de la nueva forma de financiación de España se base en dicha regulación.

## **1. LAS PLATAFORMAS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA**

En comparación con las normas y las funciones de las plataformas de financiación participativa en otros países, las plataformas españolas desempeñan un papel un poco

---

<sup>117</sup> Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, 20 de octubre de 2020, núm. 347, p. 1-49.

limitado que se dedican únicamente a la gestión de información, y servicio de pago con la autorización extra. En la práctica, las “plataformas de financiación participativa” (en adelante, “PFP”) en España se dividen principalmente en tres categorías: la plataforma de inversión (de la sociedad de responsabilidad limitada y otras sociedades),<sup>118</sup> la plataforma de préstamos<sup>119</sup> y la plataforma mixta de inversión y préstamos.<sup>120</sup> Con respecto a la plataforma de préstamos, existen préstamos a empresas como Arboribus, préstamos entre particulares como Zank, y préstamos mixtos como MytripleA Financiación. Para entender mejor su función en el marco normativo español, explicamos detalladamente lo siguiente.

## 1.1. El concepto legal de plataforma de financiación participativa

### 1.1.1. ¿Qué es la plataforma de financiación participativa?

Para empezar, el primer sujeto esencial en el círculo de financiación es la PFP. Conforme a lo dispuesto en el art. 50 de la LFFE, queda redactado del siguiente tenor literal:

#### *“Artículo 46. Plataformas de financiación participativa*

*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.”*

Descubrimos cuatro aspectos distintivos. En primer lugar, deben ser autorizadas las empresas que actúan como plataformas de financiación participativa. En segundo lugar, el

---

<sup>118</sup> Sociosinversores, Lignum Capital, Crowdcube, Fellow Funders, Capital Cell, Housers, ICrowdhouse, Crowdfunding Bizkaia, Comptes Perks, Fundeen son plataformas de inversión. Por otra parte, La Bolsa Social, The Crowd Angel, Startupxplore son únicamente plataformas de participaciones.

<sup>119</sup> MytripleA, Colectual, Excelend, Grow.ly, October, Socilen, Ecrowd Invest, Arboribus, Zank son plataformas de préstamos,

<sup>120</sup> Adventurees, Welcome Capital, Einicia, Civislend, Stockcrowd, BDKapital son plataformas mixtas.

objeto de la sociedad abarca todas las operaciones relacionadas con la intermediación, o mejor dicho, la conexión entre los inversores y los promotores. En tercer lugar, la plataforma está obligada a operar las actividades de forma profesional y por medios electrónicos. Finalmente, existen dos sujetos más en el servicio: una pluralidad de inversores con un fin de remuneración y los promotores con proyectos de financiación.

En cuanto al primer carácter, la plataforma está sujeta a los requisitos de acceso al mercado, es decir, a la autorización de la CNMV y en algunas ocasiones también del Banco de España y del Ministerio de Economía y Competitividad,<sup>121</sup> si desea desarrollar su negocio en el territorio español. La razón por la que es necesario conseguir esta autorización es que la plataforma proporciona tanto un servicio de la sociedad de la información<sup>122</sup> como un servicio de intermediación entre los clientes (inversores y promotores) con la finalidad de ejecutar la inversión en masa. En este sentido, la plataforma (del tipo de inversión), en gran medida, parece crear un mercado secundario no oficial como es el caso de una pequeña Bolsa de Valores y, al mismo tiempo, actúa como “una sociedad rectora” y a la vez “una sociedad de bolsas” que sería el responsable de la organización interna y funcionamiento del mercado,<sup>123</sup> y se encargaría de la gestión del sistema de interconexión bursátil,<sup>124</sup> acorde con el Real Decreto Legislativo 4/2015 por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (en adelante, LMV)<sup>125</sup>. Por ello, aunque la plataforma

---

<sup>121</sup> Con arreglo al art. 59 de la LFFE, la CNMV comunicará a estos dos órganos en el caso de que las plataformas publiquen proyectos a los que se refiere el art. 50.1. c) sobre la solicitud de préstamos participativos.

<sup>122</sup> El servicio de la sociedad de la información se refiere al “servicio prestado normalmente a cambio de una remuneración, a distancia, por vía electrónica y a petición individual de un prestatario de servicio”. Véase el art. 2, letra a), de la Directiva 2000/31/CE sobre el comercio electrónico y el art. 1, apartado 1, letra b) de la Directiva 2015/1525. Este servicio de la sociedad de la información no está sujeto a autorizaciones previas ni a ningún requisito equivalente dirigido específicamente y exclusivamente a dicho servicio. Véase el art. 4 de la Directiva sobre el comercio electrónico.

<sup>123</sup> Véase el art. 54 de la LMV.

<sup>124</sup> Véase el art. 57 de la LMV.

<sup>125</sup> España. Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. *BOE*, 24 de octubre de 2015, núm. 255, p. 100356-100541.

participativa no ejerce la actividad real de mercado secundario, es pertinente requerir una autorización para realizar dicha financiación participativa.

Además, la expresión “empresa” no es tan precisa, es mejor llamarlo “empresario” por lo que las PFP deben ser de sociedades de capital. En comparación con la legislación en los EE.UU. o Francia, los empresarios españoles que ejecutan determinados servicios reservados tienen únicamente un nombre de “plataforma de financiación participativa”, sin mencionar la posibilidad de las sociedades de inversión, portal, intermediario que también pueden realizar las actividades reservadas en otros países. Por ello, en nuestro análisis, tanto la denominación de “plataforma de financiación participativa” como la expresión de la “sociedad operadora de la plataforma” son referirse a este empresario.

Prosigamos nuestro análisis con el segundo punto: la sociedad tiene por objeto exclusivo poner en contacto a los inversores con los promotores. Acerca de esta limitación de actividades, la plataforma no podrá *“ejercer las actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión ni a las entidades de crédito”* ni a las entidades de pago (salvo las plataformas híbridas), tampoco podrá gestionar los proyectos, realizar recomendaciones personalizadas, conceder créditos o préstamos, asegurar el resultado ni proporcionar mecanismos de inversión automáticos de conformidad con lo dispuesto en el art. 52 de la LFFE. En resumen, la intermediación de la plataforma es pura y neutral bajo cualquier circunstancia en la legislación española.

En el camino para sustanciar el objeto de la actividad, la sociedad debe ser profesional, por eso debe tener conocimientos y materiales específicos para convertirse en la plataforma participativa. La forma precisa para evaluar esta profesionalidad es asegurar que tanto los administradores como los directores generales o asimilados sean *“personas de reconocida honorabilidad empresarial o profesional y posean conocimientos y experiencia*

*adecuados*<sup>126</sup>, de ahí que la solicitud de autorización deberá ir acompañada de información detallada sobre las actividades anteriores de cada uno de ellos y de la correspondiente declaración de honorabilidad cuando proceda la presentación a la CNMV.<sup>127</sup> Además de la profesionalidad del personal, el comercio se efectúa por vía electrónica profesional. Teniendo en cuenta el origen de la nueva forma de financiación, parece que la base del negocio es la rapidez y la facilidad de obtención del importe previsto por los promotores. Precisamente, se trata de la plataforma o más concretamente de Internet, una forma idónea para vincular a los clientes y ayudarles a llevar a cabo este negocio utilizando su algoritmo particular.

Finalmente, la intermediación por Internet debería ser entre una pluralidad de inversores y promotores y se llevará a cabo el trabajo solo cuando los inversores pretendan obtener una remuneración monetaria a cambio de la inversión y los promotores fijen un importe para apoyar sus proyectos. Aquí estamos tratando con otros dos intervinientes en la relación legal de la microfinanciación: el inversor y el promotor. De hecho, cabe decir que este requisito de “pluralidad” es una palabra que corresponde al requisito de “convocatoria pública” en vez del número de inversores que pueden participar en un proyecto concreto. En cambio, en el último caso, podríamos llegar a la conclusión de que la cuantía permitida de inversión por cada financiador no podría ser mayor que la cuantía total de un proyecto, si no fuera así, no se cumpliría el requisito de pluralidad. Obviamente, la conclusión del segundo caso es injusta, porque se exige limitación no solo en el tamaño de la inversión, sino también en el importe de proyecto. Dicho de otro modo, la intermediación por internet se dirige a la población indeterminada, y estas personas involucradas tienen fines lucrativos en forma de ganancias dinerarias, en este sentido, se excluye la aplicación de la situación

---

<sup>126</sup> El art. 55, e) de la LFFE.

<sup>127</sup> Véase CNMV, “Guía para la autorización de plataformas de financiación participativa (PFP)”, fecha de consulta 19 enero 2020, en [https://www.cnmv.es/docPortal/Legislacion/ModelosNormalizados/Plataforma\\_Financiacion\\_Participativa/manualPFP2015.docx](https://www.cnmv.es/docPortal/Legislacion/ModelosNormalizados/Plataforma_Financiacion_Participativa/manualPFP2015.docx).



de donación y recompensa.

### 1.1.2. ¿Qué no es la plataforma de financiación participativa?

Ante todo, la PFP es un tipo de plataforma colaborativa; con la denominación plataforma colaborativa, nos referimos a las empresas que facilitan la colaboración de recursos con remuneración. La función principal del proveedor de servicios intermediarios es la de constituir una plataforma, ya sea mediante una página web o por una aplicación móvil, sin una intervención excesiva en las transacciones entre los usuarios. Por ello, en relación con esto, habrá diferentes niveles de intervención por parte de la plataforma digital en la prestación de servicio final al usuario.

El primer nivel de intervención es la plataforma de anuncios lo cual solo ofrece al usuario un espacio creado por la plataforma con el fin de dar cabida a las ofertas y demandas, es decir, la plataforma solo ofrece un servicio de alojamiento de datos. En consecuencia, los ingresos principales de la plataforma se obtendrán mediante la publicidad en vez de las comisiones que pudieron sobrar de los clientes. Considerando el mero servicio de difusión de publicidad, este tipo de plataforma no puede ser la PFP, ya que la PFP tiene la obligación de ponerse en contacto con los promotores y los inversores.

El segundo nivel de intervención es la plataforma de mercado electrónico, en cuyo caso desempeñará la función de crear un mercado electrónico en el que interactúen entre los terceros. En este caso, la plataforma puede prestar más servicios, como, por ejemplo promover la contratación entre los usuarios en la que ofrece el sistema de valoración, o requerir unas informaciones más de ambas partes a la hora de registrarse. De todas formas, la plataforma de mercado electrónico actúa de forma pasiva<sup>128</sup>, es decir, el mercado

---

<sup>128</sup> La jurisprudencia del TJUE declaró que “*el operador de un mercado electrónico cuando éste no desempeñe un papel activo que le permita adquirir conocimiento o control de los datos almacenados*”. Véase Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Gran Sala), de 12 de julio de 2011, asunto C-324/09, L'Oréal SA et al. contra eBay International AG et al. apartado 145, 6).

electrónico creado por la plataforma tiene por objeto generar un entorno completo y así facilitar la interacción entre los usuarios. No obstante, la PFP debe actuar activamente porque su intermediación será profesional y tiene cierto control sobre la publicación de los proyectos de los promotores; por lo tanto, las plataformas de mercado electrónico no pueden ser PFP.

El tercer nivel de intervención es la plataforma de mediación, la cual hace referencia a la plataforma que facilita activamente la contratación entre los usuarios utilizando sus sofisticados algoritmos dado que la plataforma efectivamente “*match*” las partes. Por lo tanto, la plataforma está haciendo una labor de mediación, ya que la PFP se encuentra obviamente dentro del marco de la plataforma de mediación.

La última clase de intervención que la plataforma ejerce será la participación o cierto grado de control impuesto en el negocio entre los usuarios, es decir, la plataforma se convierte en el prestador, ya sea ofreciendo el servicio por sí misma u ofreciendo el servicio subyacente a los usuarios destinatarios. En comparación con los servicios de este tipo de plataforma y la PFP, una de las prohibiciones que luego discutimos restringe este tipo de intervención en la financiación colectiva, salvo en determinadas circunstancias, así que no es el prestador de servicio; pero la actividad de seleccionar y valorar la viabilidad de proyectos o promotores provoca una duda sobre la existencia de prestación de servicio subyacente.

Es más reconocido el criterio de juzgar el servicio subyacente en el servicio de transporte cuando varias sentencias y doctrinas han clarificado los estándares de determinar, lo más importante es la sentencia C-434/16 de 2017 de Tribunal de Justicia de la Unión Europea (en adelante, TJUE)<sup>129</sup>, por el que se indica que en el caso de que el servicio de intermediación contenga 1) la selección de proveedor no profesional; 2) la herramienta

---

<sup>129</sup> Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Segunda), de 20 de diciembre de 2017, asunto C-434/16, Peter Nowak contra Data Protection Commissioner.

informática de la plataforma es crucial en el negocio sin la cual no hace posible la prestación de servicios entre los proveedores y los usuarios; y 3) la plataforma ejerce una influencia decisiva sobre las condiciones de las prestaciones: establece el precio máximo, retiene el precio del cliente, ejerce cierto control sobre la idoneidad y el comportamiento de los conductores.<sup>130</sup> La más destacada dentro de estas tres condiciones es la última dado que las primeras dos son básicas para ser plataformas de intermediación. La Agenda Europea para la economía colaborativa (en adelante, “Agenda Europea”) propone también el parámetro para determinar el nivel de control o influencia significativa además de ser un servicio de la sociedad de la información, en general son la fijación del precio, el establecimiento de términos y condiciones que determina la relación contractual entre los clientes, y la posesión de activos clave para prestar el servicio subyacente, o que la plataforma asume todos los riesgos y gastos con la prestación del servicio subyacente, o la existencia de relación laboral entre la plataforma y el prestador actual.<sup>131</sup> Al mismo tiempo, la Agenda Europea señala una diferencia entre la provisión de servicio subyacente y las actividades auxiliares a los servicios principales de la sociedad de la información, por ejemplo, la gestión de pagos, el ofrecimiento de cobertura de seguro, la provisión de servicios posventas son auxiliares.<sup>132</sup> Un punto significativo aquí es que la selección de los proveedores no contribuye debidamente al servicio subyacente, cuanto más gestionan y organizan la selección como la verificación y gestión directamente la calidad de los servicios, la plataforma puede tener la consideración como prestador de servicio subyacente.

---

<sup>130</sup> Véase los apartados 38 y 39 del C-434/16.

<sup>131</sup> Véase COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación: Una agenda europea para la economía colaborativa COM(2016) 365 final*, cit., p. 6-7. Estos criterios no han sido adoptados en la sentencia indicada considerando que la Agenda Europea se enfoca en el tratamiento de economía colaborativa, mientras que la sentencia tiene su foco en la plataforma. Véase A. DE FRANCESCHI, “Uber Spain and the “Identity crisis” of online platforms”, *European Consumer and Market law*, vol. 7, 1, 2018. p. 2.

<sup>132</sup> Véase COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación: Una agenda europea para la economía colaborativa COM(2016) 365 final*, cit., p. 7.

En coherencia con los criterios mencionados y la exigencia de la Agenda europea para la economía colaborativa sobre el estudio caso por caso,<sup>133</sup> llevamos a cabo el análisis de la PFP. Volvemos al servicio obligatorio de la PFP de su actividad empresarial: primero es la selección y evaluación de proyectos y promotores, y, en segundo lugar, la conexión y colaboración entre los promotores y los inversores. Es decir, la actividad comercial de la PFP es claramente segmentada en dos partes, y la relación entre el primer y el segundo servicio es que el primer servicio es la base de la provisión de segundo servicio. Mientras que reconocemos sencillamente la mera intermediación en el segundo servicio, no podemos olvidar el valor del servicio de evaluar los proyectos antes de que entren en el mercado de la plataforma. En este sentido, la plataforma selecciona en gran medida los proyectos que pueden convocar la recaudación de fondos y atraer la financiación de los inversores, es decir, la plataforma efectúa una influencia imprescindible en la conexión de los clientes. No obstante, el núcleo de la actividad siempre es la intermediación en la financiación participativa, así que la plataforma no está llevando a cabo un servicio principal, sino subyacente al contrato de financiación entre los clientes. Por ello, en los apartados siguientes, debemos analizar las responsabilidades y obligaciones derivadas del rol de prestador de servicio subyacente.

## **1.2. El objeto social de la plataforma**

Aunque el art. 46 en materia de la definición de la plataforma de financiación participativa ya propone la actividad reservada a una plataforma, consistente en ponerse en contacto con una pluralidad de inversores y promotores de forma profesional para que realicen una financiación entre sí, si la utilizamos como el objeto social de esta sociedad, parece muy general. Por ello, la Ley configura una serie de servicios divididos entre los servicios de carácter obligatorio y los que tienen carácter auxiliar, que forman las funciones limitadas de una PFP con independencia de su modalidad.

---

<sup>133</sup> Véase *Ibid.*, p. 6.

Después de establecer cuál es el concepto básico de la plataforma participativa, los servicios generales se consideran como elaboración de este término con más detalle. Según el art. 51.1 de la LFFE, las actividades principales de la sociedad consisten en “1) la recepción, selección y publicación de los proyectos de los promotores; y 2) el desarrollo, establecimiento y la explotación de canales de comunicación para facilitar la contratación entre inversores y promotores”. En comparación con los servicios auxiliares, estas dos actividades son obligatorias e indispensables para la plataforma participativa debido a que el éxito de la intermediación depende de la correcta ejecución de estas funciones. En cambio, los servicios auxiliares o complementarios no podrán convertirse en parte esencial del servicio<sup>134</sup>, es decir, las plataformas pueden ejecutar únicamente la intermediación mediante las actividades principales.

### 1.2.1. Servicios generales

#### 1.2.1.1. La recepción, selección y publicación de los proyectos

No cabe duda de que la primera fase de la financiación colectiva es la captación de usuarios. En España, tanto las personas físicas como las personas jurídicas pueden ser inversores o promotores, posibilitando en este sentido la página web de la PFP que cualquier persona se registre con una cuenta de usuario, ya sea mediante una cuenta de inversor y una cuenta de promotor separadamente, o a través de una única cuenta que tenga a su vez dos subcuentas con la que realizar ambas funciones.

En cuanto a este primer servicio, por un lado, se trata de una relación entre el promotor y la PFP, es decir, el inversor no participa en este proceso; por otro lado, la PFP se desempeña como examinador tanto de los proyectos como de los promotores con la intención de garantizar y comprobar la legalidad, validez, integridad o totalidad de la

---

<sup>134</sup> Véase R. ALFONSO SÁNCHEZ, “Aproximación jurídica a la economía colaborativa: Diferentes realidades”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, 66, 2016., p. 23.

información que pueda afectar la negociación entre las partes, así como a la viabilidad del proyecto. Durante el proceso de evaluación de los proyectos, la PFP podrá prestar asesoramiento a los promotores en relación con la documentación o información que deben facilitarse si los documentos no están completos o son erróneos;<sup>135</sup> en otras palabras, se trata de una revisión “sustantiva” del proyecto y del promotor.

Asimismo, cabe señalar que el análisis o la evaluación en esta fase suele consistir en una evaluación legal (*due diligence*) o un estudio de viabilidad del proyecto,<sup>136</sup> durante la cual son evaluadas las escrituras, cuentas anuales, contratos existentes, información financiera, informes de auditoría, y la propia trayectoria profesional de los directivos del promotor, entre otros factores. También existe la evaluación no legal (interna de la propia plataforma)<sup>137</sup> de los proyectos.

---

<sup>135</sup> En la práctica, en la página de la solicitud de financiación, se requiere rellenar el destino de los fondos recibidos, el importe de la financiación, la descripción del proyecto, las presuntas medidas de protección a los inversores entre otras informaciones. Mediante esta orientación, los promotores son conscientes de la normativa jurídica, aunque este promotor no tenga experiencia ni conocimiento sobre la financiación colectiva anteriormente.

<sup>136</sup> Normalmente la evaluación se divide en tres partes: 1) Conforme a lo dispuesto en el artículo 69 de la LFFE, se comprobará que los mismos respeten los límites legalmente previstos en relación con su carácter societario (instrumentos financieros no se encuentren abiertos a la negociación en un mercado regulado, sistema multilateral de negociación o un tipo de mercado equivalente, ya sea en España o en un tercer país y en ningún caso se relaciona con las acciones y participaciones de inversión colectiva, de sociedades gestoras, de las entidades de capital-riesgo o de otras entidades de inversión colectiva o sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado), ámbito temporal (plazo máximo de financiación) y cuantitativo (importe máximo a financiar), y de acuerdo con los términos propios de la PFP. 2) Se realizará una revisión exhaustiva de la documentación e información aportada por el promotor en relación con él mismo y con el proyecto en cuestión con el fin de verificar de forma inequívoca la veracidad de las mismas. En esta etapa, es necesario comprobar la identidad del promotor, su estructura accionarial y titularidad real, cargos y directivos, sector de actividad, estado jurídico de las garantías que puedan aportarse al proyecto, y otras informaciones sobre la sociedad o la persona física. Si eventualmente se estima que se necesita un mayor volumen de documentación o informaciones, se solicitará de nuevo al promotor a fin de verificar y comprobar la situación legal del mismo. 3) Las contingencias debidas a la actual condición del promotor, especialmente la persona jurídica, como, por ejemplo la dinámica mayoría – minoría, las posibles litigaciones o litigaciones en curso.

<sup>137</sup> Por ejemplo, la Bolsa Social PFP requiere que se incluyen en los pactos de socios cláusulas de arrastre y acompañamiento; los votos se sindicán en una comunidad de bienes, de modo que el inversor de impacto que realice la mayor aportación representará al resto de los inversores en la junta; comparte en las redes sociales y participa del impacto social y medioambiental. Véase LA BOLSA SOCIAL, “Cómo funciona”, fecha de consulta 4 junio 2020, en <https://www.bolsasocial.com/how-it-works/>.

Con el apoyo de este exhaustivo sistema de *due diligence*, se garantizará que los proyectos publicados en la página web de la PFP cumplan con todos los requisitos legalmente exigidos por las disposiciones reglamentarias, en cuyo caso, entendemos que es una tarea obligatoria para la PFP cuando lleva a cabo sus servicios generales, concretamente, el servicio de selección de proyectos.

Sin embargo, después del estudio y análisis de las plataformas que operan en España, se observa que el 100% de las mismas ejecuta una evaluación financiera<sup>138</sup> además de la evaluación legal a fin de asegurar la solvencia del promotor, especialmente cuando el promotor es una persona jurídica, ya que la revisión de las condiciones económicas puede ser considerada como una medida de minimización de riesgo de pérdida de la inversión para los inversores.<sup>139</sup>

De hecho, los criterios de selección y publicación adoptados por la plataforma son libremente determinados, especialmente en el análisis financiero, siempre y cuando la

---

<sup>138</sup> Hasta ahora el junio de 2020, todas las plataformas autorizadas declaran que presta el servicio del asesoramiento de proyectos y promotores desde el punto de vista financiera. Por ejemplo, la plataforma “La Bolsa Social” tiene un comité de selección con la participación de Analistas Financieros internacionales; la plataforma “Socios Inversores” realiza un análisis técnico-económico del proyecto empresarial; la plataforma “MytripleA” aprovecha un análisis de riesgo.

<sup>139</sup> El estudio de documentos incluye de forma no limitativa: (a) estados financieros actualizados; (b) cuentas anuales depositadas en el Registro Mercantil o equivalente; (c) informes de auditoría disponibles; (d) extractos bancarios; etc. De este modo, los datos económicos e información financiera del promotor podrán evaluarse en su conjunto y distribirse en cuatro categorías: (1) Identificación económica del promotor. Se analizará la antigüedad de la empresa, su forma societaria y el sector de actividad, a fin de poder identificar debidamente el riesgo. (2) Información cualitativa. Se analizará la experiencia de las personas que dirigen la actividad, así como los años de experiencia de los directivos y fundadores del promotor en su sector o en sectores similares, teniendo en cuenta la reputación tal y como aparece en la prensa y en la red, así como los “activos intangibles” como dominios, softwares o marcas, a partir de información provista de fuentes oficiales, empresas de información comercial y buscadores en Internet. (3) Acontecimientos adversos significativos. Se evaluará si la compañía o sus socios relevantes están sujetos a embargos, protestos u otras situaciones que puedan afectar su desempeño. A tal efecto, los promotores que se encuentran en reestructuración o en proceso de quiebra corren un mayor riesgo. (4) Información sobre rendimiento y desempeño. Se analizarán el histórico de rendimiento industrial y financiero del promotor, su capacidad para generar márgenes, sus fuentes de financiación y su nivel de endeudamiento. Para obtener dicha información, además de los estados financieros, se examinará también la situación del promotor en los informes comerciales, los registros de riesgos y, de ser necesario, las cuentas corrientes. Ninguna de estas categorías de información se considerará decisiva en forma aislada, a menos que haya acontecimientos o externalidades muy negativas. No obstante, como este análisis no es forzoso, la PFP puede formular una mejor manera de concluir la calificación del promotor.

plataforma actúe con la debida diligencia y los criterios sean homogéneos y no discriminados, así como de acuerdo con el Capítulo IV del Título V de la LFFE. Sin embargo, una vez que se establece y se publica el criterio en su página web, hay que respetar el mismo criterio a la hora de llevar a cabo el proceso de selección, evaluación y publicación. Además, la CNMV también exige a la plataforma que, al cierre de su ejercicio, remite una comunicación sobre los proyectos que no hayan sido seleccionados para su publicación y las razones correspondientes<sup>140</sup> para revisar el correcto ejercicio de este servicio general.

Conforme a lo dispuesto en el artículo 70 de la LFFE, la publicación del proyecto irá acompañada de una descripción de manera concisa y en un lenguaje no técnico, que proporcione la información necesaria para que un inversor medio pueda emitir un juicio fundado sobre la decisión de financiación del proyecto. Dado que esta publicación es únicamente una vía de promoción comercial de la plataforma y el proyecto está directamente dirigida al público, no debería ser demasiado detallada para evitar el posible problema de los derechos de propiedad intelectual. Asimismo, para aquellos usuarios registrados en la página web de la PFP, también se adjuntará de forma abierta y descargable el conjunto de documentación aportada por el promotor, así como un resumen de la evaluación legal y/o financiera realizada por la PFP como la consecuente justificación del nivel de riesgo (*rating*) asociado a ese proyecto en concreto si la PFP propone este servicio.

De conformidad con lo establecido en el artículo 72 de la LFFE, la publicación de los proyectos por parte de la PFP irá acompañada de los siguientes elementos informativos: (1) Cualquier cambio relevante en la situación de cada proyecto se actualizará con una periodicidad diaria, indicando el estado de financiación del proyecto, así como el porcentaje suscrito por los inversores acreditados y por la propia plataforma, especialmente cuando haya finalizado el plazo de inversión. (2) La información recibida y publicada sobre un

---

<sup>140</sup> Véase el art. 91, letra b, núm 1 LFFE.



proyecto estará a disposición de los inversores que hayan participado en él, de forma continua en la página web durante un período no inferior a doce meses a partir de la finalización del plazo de captación de fondos.

Asimismo, de acuerdo con a lo dispuesto en el artículo 65 de la LFFE, la PFP archivará toda la documentación relativa a cada proyecto en un soporte duradero durante al menos cinco (5) años, manteniéndose a disposición de la CNMV cuando ésta lo solicite.

#### *1.2.1.2. El establecimiento de canales de comunicación entre los usuarios*

El siguiente servicio es más fácilmente comprensible, debido a que el objeto de la negociación no es la difusión de una publicidad, sino alcanzar el importe establecido para la financiación por parte del promotor; en este caso, el objeto consta de la contratación entre el promotor y las personas que están dispuestas a invertir. Una vez cerrada la campaña de financiación de un determinado proyecto de financiación participativa, la PFP se encarga de facilitar la contratación entre los inversores y los promotores.

Existen dos modos de contratar la financiación colectiva, uno se trata de que el promotor lleva a cabo los acuerdos directamente con los inversores, y el otro es que la plataforma actúe como representante del inversor mediante un contrato de mandato a favor de la PFP.

A través de la primera manera, los inversores pueden participar directamente en el proyecto sin preocuparse por la intervención de la PFP, y la PFP asume menos responsabilidad durante la contratación. No obstante, los promotores se enfrentan a más dificultades debido a la necesidad de obtener todos los contratos firmados por parte de los inversores, por no mencionar el hecho de que algunos acuerdos tienen que ser notariados con la presencia de los contratantes; los inversores, al mismo tiempo, tienen que esperar más tiempo por la duración de contratación individual y el coste de estar presencial para firmar los documentos ante el notario; la función de la plataforma más importante, en este caso, es promover y

garantizar el éxito del proyecto, principalmente la conclusión de la financiación, asimismo debe comprobar la consistencia de los compromisos entre el promotor y cada inversor en el mismo proyecto, a no ser que se hayan publicado algunas excepciones antes de la financiación debido al principio de neutralidad.

Con respecto a la segunda vía, la plataforma está obligada a representar a todos los inversores que hayan comprometido su inversión, siempre que ellos hayan celebrado un contrato de mandato de representación a favor de la PFP para que ésta lleve a cabo con el promotor los acuerdos legales oportunos y necesarios para ejecutar la inversión. En este caso, la mayor responsabilidad de la contratación ha recaído en la PFP, pero en comparación con la supervisión individualmente del contrato y el control general de la contratación, la representación parece ser una mejor solución para la contratación entre un gran número de inversores y el promotor. Se sigue haciendo hincapié en que se trata de una opción más que de una obligación para las plataformas digitales y existe una prohibición: la PFP no puede participar en todos los tipos de proyectos presentados a los inversores; conforme a lo dispuesto en el apartado 3, art. 51 LFFE, las plataformas solo pueden formalizar *“los contratos de préstamo y de suscripción de participaciones”*. Algunas plataformas incluso lo convierten en una opción obligatoria para los inversores, citándolo como un procedimiento imprescindible de su actividad principal, que consiste en poner en contacto a inversores y promotores para concluir un acuerdo de financiación entre ellos.<sup>141</sup>

En dichos acuerdos suscritos con el promotor se establecerán los términos de los derechos de inversores como accionistas o socios de la sociedad, a saber, el derecho de voto, el derecho de información, entre otros, así como las condiciones de la devolución de capital y el pago de intereses que correspondan al proyecto.

---

<sup>141</sup> Ecrowd establece que el contrato de mandato constituye un negocio auxiliar necesario e imprescindible para poder dar cumplimiento a la actividad principal, véase ECROWD, “Contrato de mandato del inversor con Ecrowd”, 2018, fecha de consulta 24 noviembre 2019, en <https://www.ecrowdinvest.com/mandato>.

Aparte de la contratación, una canal de comunicación ejecutada por la PFP, en particular su privilegio de información, por supuesto, podrá establecer un vínculo fiable y efectivo entre partes desconocidas, para que ellos luego alcancen un acuerdo y lleven a cabo operaciones de financiación a través de la red del promotor.

### *1.2.1.3. El servicio de pago*

El procedimiento y el sistema de pago es otro tema significativo en el funcionamiento de la financiación colectiva debido a su rol en la gestión de los servicios de pago y la transferencia de fondos entre los usuarios, en concreto entre los inversores y los promotores. En principio, solo en el caso de que la plataforma sea reconocida como una plataforma híbrida puede ejercer las actividades de las entidades de pago, es decir, la ejecución del servicio de pago por sí misma no es obligatorio. Si bien la mayoría de las plataformas están obligadas a contratar una entidad de pago independiente que les ayude a realizar el pago entre los intervinientes de la microfinanciación.

Antes de todo, después de registrarse, los usuarios procederán a la apertura de una cuenta individual de pago (E-wallet)<sup>142</sup> a su nombre en la entidad de pago como una cuenta específica destinada a la realización de financiación de la PFP. Pese a ser titular del promotor o inversor, la cuenta de pago asignada al proyecto concreto no será plenamente accesible al mismo, de modo que los fondos designados para determinados proyectos no estarán a disposición del inversor hasta que la PFP notifique a la entidad de pago el propósito racional de la devolución o transferencia. Del mismo modo, en ningún momento la PFP tendría acceso o podrían disponer de los fondos recaudados, ya que el capital recaudado se encuentra en todo momento íntegramente gestionado por la entidad de pago independiente.

---

<sup>142</sup> En Zank, se crea un monedero para los inversores que es una cuenta electrónica virtual en una entidad de pago externa para realizar la transferencia de fondos por el propio inversor o recibir las cuotas abonadas por los promotores (prestarios). Véase ZANK, "Condiciones generales", fecha de consulta 29 mayo 2021, en [https://www.zank.com.es/pdf/Condiciones\\_generales\\_Zank.pdf](https://www.zank.com.es/pdf/Condiciones_generales_Zank.pdf), art. 2.

A continuación, para comprometerse con un determinado proyecto de financiación colectiva, el inversor deberá desembolsar la cantidad que desee invertir a dicha E-wallet desde su cuenta bancaria mediante transferencia SEPA o mediante un cargo a una tarjeta de crédito o de débito o al saldo del E-wallet. Antes de la contratación, o sea, de la terminación de la convocatoria, las aportaciones quedarán congeladas y bloqueadas en la cuenta individual de los inversores. En este sentido, tanto los inversores como los promotores no tienen acceso a estas aportaciones durante el plazo de convocatoria del proyecto,<sup>143</sup> a menos que la financiación fracase o que el inversor se arrepienta con la autorización de dicha transferencia y por la cual la entidad de pago haría la devolución.

Formalmente, a la hora de finalizar las campañas de proyectos, en concreto, la contratación entre el promotor y los inversores, el importe total de los fondos depositados en las cuentas individuales de un determinado proyecto se transferirá a la cuenta de pago del promotor en su totalidad o en parte, depende de la política de la PFP. Una vez allí, toda vez descontados los honorarios correspondientes a la plataforma, la PFP autorizará a la entidad de pago a desbloquear y liberar la E-wallet del promotor, a fin de que éste pueda retirar los fondos del proyecto a la entidad bancaria preferible.

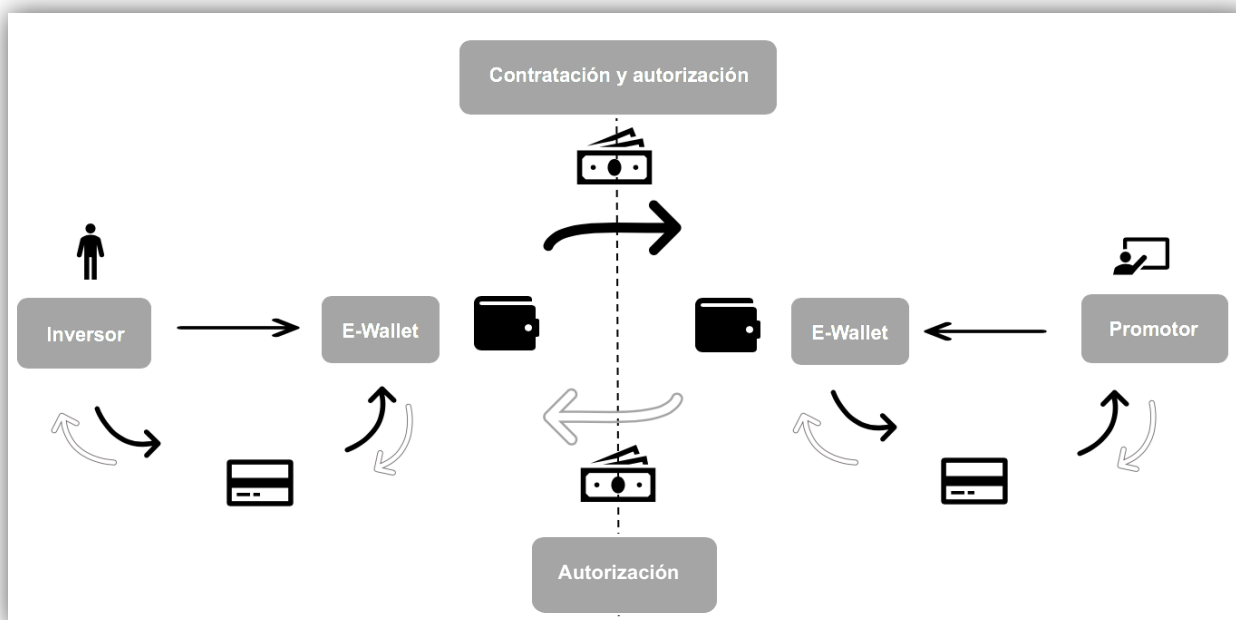
Alternativamente, en caso de que el proyecto no reciba la financiación mínima legalmente exigida o establecida por la plataforma en el plazo predefinido al efecto, los fondos se mantendrán en las respectivas cuentas de cada inversor. Después de la comunicación precisa a la entidad de pago, el fondo congelado quedará libre para ser transferido a los inversores, o se guardará en el E-wallet para otros proyectos, o se transferirá a su propia cuenta bancaria.

---

<sup>143</sup> Por ejemplo, la plataforma Adventurees establece que solo en el caso de que se hubiere alcanzado al menos el 90% del objetivo de financiación, el proyecto recibirá la financiación; en caso contrario, se procederá a la devolución de las cantidades aportadas, véase ADVENTUREES, "Condiciones generales de contratación", fecha de consulta 29 mayo 2021, en [https://www.adventurees.com/main/static.html?static\\_page\\_id=general-terms](https://www.adventurees.com/main/static.html?static_page_id=general-terms).

Después de la contratación, es el momento de la desinversión en los proyectos. Generalmente se sigue un procedimiento similar al de la inversión, pero en sentido contrario. El promotor deberá transferir los rendimientos correspondientes de su cuenta propia a su E-wallet vinculada al proyecto en curso con la orden de pago de los fondos a las E-wallet de cada inversor que corresponda, quedando dicha transferencia en suspenso hasta que la PFP lleve a cabo una verificación previa de que los fondos contenidos en ella corresponden a los que se pagarán a los inversores conforme a los vencimientos pactados de las cuotas. Si se trata de una situación de que el promotor no deposite los fondos en su E-wallet o de acuerdo con la reclamación de los inversores, la plataforma tiene derecho a pedir a la entidad de pago que congele su E-wallet de forma automática.

De acuerdo con el Cuadro 4 que figura a continuación, en el que se especifica el procedimiento general de gestión de fondos que ejercen casi todas las plataformas.



Cuadro 4 El sistema de pago en la PFP (Elaboración propia)

En conclusión, la “gestión” de la entidad de pago consiste en asegurar un depósito fijo y especificado para cada proyecto, así como tener una cuenta separada entre el inversor, el

promotor y la plataforma. Así pues, la forma de mantener las aportaciones inaccesibles antes de la contratación, la manera de transferir los fondos a la cuenta del promotor, y el modo de efectuar el pago de la rentabilidad o beneficio a los inversores son cuestiones que resuelve esta entidad de pago.

Sin embargo, aunque decimos que es una institución neutral, la entidad de pago debe seguir las comunicaciones y autorizaciones de la plataforma para evitar el fraude del proyecto y proteger los intereses de los usuarios, ya que la plataforma es la única persona que tiene el control del negocio; es decir, la PFP en cierto sentido también tiene un poder de “gestión” del servicio de pago.<sup>144</sup> En ese momento, la neutralidad del intermediario financiero se refleja en la inaccesibilidad de la E-wallet de los usuarios, tanto la plataforma como la entidad de pago no tienen derecho a disponer de los fondos, lo que es lo contrario con la entidad de inversión. Lo más importante aquí es que la plataforma solo sea permitida a realizar la autorización/comunicación/notificación conforme a su obligación o lo que se haya pactado con los usuarios y la entidad de pago.

### 1.2.2. Servicios auxiliares

Las funciones descritas anteriormente por sí solas no son suficientes por la ambigüedad de la expresión de los servicios obligatorios para el buen funcionamiento de la actividad de captar la financiación. Así, por ejemplo, el criterio de la “selección” o cómo funciona el canal de comunicación no queda preciso. Por lo tanto, la mayoría de las PFP optan por ofrecer servicios opcionales para dotar de un valor añadido a su gestión de financiación<sup>145</sup>, reconocidos como “servicios auxiliares” que contribuyen a casar las ofertas y demandas de

---

<sup>144</sup> En la Plataforma de ICrowdHouse, se emite la orden de liberación o desbloqueo de los fondos a la entidad de pago para que libere los fondos depositados en la cuenta-cartera del promotor. Véase ICROWDHOUSE, “Flujo del dinero”, fecha de consulta 29 mayo 2021, en <https://www.icrowdhouse.com/ayuda/necesito-un-wallet/procedimientos-y-sistemas-de-pago/>.

<sup>145</sup> Véase F. PAÑEDA USUNÁRIZ, “La protección del inversor en la Ley 5/2015 reguladora del crowdfunding”, *Revista Consumo y Empresa*, 6, 2017. p. 12.

manera más eficiente, rápida y económica<sup>146</sup> en la prestación de servicios generales. Por otra parte, aunque los servicios no son obligatorios para la PFP, se asumirán<sup>147</sup> las responsabilidades correspondientes si los prestan.

De conformidad con lo dispuesto en el art. 51.2 de la LFFE, estos servicios consisten en: a) el asesoramiento a los promotores en relación con la publicación; b) la determinación del nivel de riesgo; c) la habilitación de canales de comunicación con vistas a que los clientes contacten directamente entre sí; d) la provisión de los modelos de contratos; e) la transmisión a los inversores de los documentos necesarios tanto del promotor como del proyecto; f) la provisión del servicio de reclamación judicial y extrajudicial o podrán formalizar los contratos actuando en representación de los inversores.

#### *1.2.2.1. El asesoramiento permitido en la PFP*

En efecto, el asesoramiento a los promotores y a los proyectos en materia de la publicación de los proyectos aprobados parece esencial en cada PFP<sup>148</sup>, ya que asegura la certeza, viabilidad, autenticidad, y transparencia de los proyectos publicados. Este asesoramiento consiste en el consejo o requerimiento de la forma y el contenido de la publicación, el diseño de los proyectos, la publicidad, el marketing, etc. A pesar de que existe un asesoramiento en materia de publicación, no constituye asesoramiento financiero ni recomendaciones

---

<sup>146</sup> Véase I. RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, “El servicio de mediación electrónica y las obligaciones de las plataformas de economía colaborativa”, en Juan José Montero Pascual (ed.) *La regulación de la economía colaborativa: Airbnb, BlaBlaCar, Uber y otras plataformas*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2017. p. 132.

<sup>147</sup> Véase M. CUENA CASAS, “Crowdfunding o préstamo en masa y evaluación de la solvencia del promotor de la financiación”, cit., p. 28.

<sup>148</sup> Casi todas las PFP afirman que es clave la evaluación de los proyectos y los promotores, y la establecen como criterio y base para la recepción, selección y publicación de los planes de financiación. Por ejemplo, Civislend plantea un estudio preliminar del proyecto requiriendo todas las informaciones del proyecto, incluyendo el destino de los fondos, la descripción oportuna, con base en la cual evaluará si el proyecto y el promotor cumplen los requisitos de viabilidad, solvencia y otras condiciones especificadas. Véase CIVISLEND, “Proceso de financiación”, fecha de consulta 4 abril 2019, en <https://www.civislend.com/proceso-financiacion>. De igual modo, Bizkaia alude que va a realizar un análisis económico y financiero de los proyectos, así como asesorar y/o realizar recomendaciones a los promotores sobre el contenido de los mismos. Véase BIZKAIA, “Cómo funciona”, fecha de consulta 4 junio 2020, en <https://www.civislend.com/proceso-financiacion>.

personalizadas<sup>149</sup> por lo que el objetivo de este servicio es el de hacer que las informaciones destinadas a los inversores sean comprensibles, accesibles y claras. Así que no se parece una violación del principio de neutralidad, sino una actuación para mejor interés de sus clientes.<sup>150</sup>

#### 1.2.2.2. *La determinación del riesgo*

En relación con la determinación del riesgo, aunque no se establece explícitamente en el art. 51.1 LFFE, tanto el art. 76 como el art. 79 LFFE exigen que la plataforma publique los riesgos asociados a la inversión o al préstamo considerando que el deber de examen de riesgo es uno de los servicios generales de las plataformas.<sup>151</sup> Al mismo tiempo, conforme al art. 51.2. letra b) LFFE, la determinación del nivel de riesgo es un servicio auxiliar. Entonces, llegamos a la conclusión de que la determinación del riesgo es un deber, pero la forma cómo realizarlo tiene su alternativa.

Hay que destacar que el análisis de los proyectos, la determinación del nivel de riesgo que implica cada proyecto para los inversores y la determinación de cualquier otra variable que resulte útil tienen como finalidad facilitar a los inversores la toma de decisión de inversión. A estos efectos, deberá considerarse que la publicación, clasificación y agrupación de tal información deberá hacerse en términos “objetivos”, sin realizar recomendaciones

---

<sup>149</sup> Véase M. ENCISO ALONSO-MUÑUMER, “Las plataformas de financiación participativa: Su constitución”, en Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González-Serrano (eds.) *Crowdfunding: Aspectos legales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2016. p. 178.

<sup>150</sup> Véase T. A. JIMÉNEZ PARÍS, “Las plataformas de financiación participativa en la Ley de Fomento de la Financiación empresarial. Aproximación a la regulación del crowdfunding en España”, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 769, 2018. p. 2816. En este artículo, se considera que el asesoramiento a los promotores es un beneficio único para los mismos, así que entiende que este servicio no cumple con el principio de neutralidad.

<sup>151</sup> En realidad, existen dos tipos de expresiones sobre “riesgo” en la LFFE, uno es el riesgo general de inversión mediante la forma de financiación participativa, cuyo proyecto está fuera del registro y supervisión de las autoridades tradicionales. En cambio, otro riesgo destinado a cada proyecto. Hallamos que el riesgo de los arts. 76 y 79 está en el capítulo de requisitos aplicables a un proyecto concreto, por eso entendemos el riesgo en estos artículos mencionados se refiere al riesgo del proyecto determinado.



personalizadas<sup>152</sup>, por lo cual no constituirá asesoramiento financiero. Normalmente la asignación de *rating* de riesgo es un procedimiento similar a la calificación de los bancos<sup>153</sup> o a la impuesta legalmente a las entidades de crédito,<sup>154</sup> que normalmente consiste en un análisis legal-financiero,<sup>155</sup> compuesto por el parámetro del resultado de la evaluación financiera histórica y actual de la compañía, su desempeño y el parámetro del resultado del análisis de riesgo crediticio del promotor, a saber, la rentabilidad de activos, liquidez, rendimiento histórico de beneficios, se varía un poco entre la evaluación del riesgo de la actividad empresarial y el proyecto de consumo<sup>156</sup>. No obstante, este análisis debe entenderse como una obligación de medios<sup>157</sup> y no de resultado<sup>158</sup>, debido a que la plataforma no supone una garantía al cumplimiento de proyecto, sino una valoración

---

<sup>152</sup> Sin embargo, la recomendación es inevitable si la plataforma proporciona un análisis de riesgo porque esta figura es más determinante de la decisión del inversor, véase R. IYER; A. I. KHWAJA; E. F. P. LUTTMER; K. SHUE, *Screening in new credit markets: Can individual lenders infer borrower creditworthiness in Peer-to-Peer lending?*, 2009. p. 9.

<sup>153</sup> La determinación del nivel de riesgo de cada proyecto es una labor similar al *scoring* que realizan los bancos cuando se solicita el crédito o el préstamo. Véase F. ZUNZUNEGUI, "Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)", cit., p. 11.

<sup>154</sup> Véase el art. 29 de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible (BOE, 5 de marzo de 2011, núm. 55, p. 25033-25235), el art. 18 de la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios (BOE, 29 de octubre de 2011, núm. 261, p. 113242-113283).

<sup>155</sup> El análisis del riesgo de proyectos, la viabilidad del mismo o la capacidad de reembolso del préstamo al consumo, tienen que cumplir con los parámetros establecidos por el Banco de España, véase M. CUENA CASAS, "Préstamo responsable, información crediticia y protección de datos personales", *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, 20, 2014, p. 178-180; M. CUENA CASAS, "Evaluación de la solvencia y crédito hipotecario.", *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 764, 2017. p. 2885.

<sup>156</sup> Al evaluar el proyecto empresarial, lo más importante es el uso razonable de los recursos recaudados, más que la capacidad de reembolso; en cambio, en el caso del proyecto de consumo, basta con centrarnos en la capacidad de pago, es decir, en la solvencia patrimonial del consumidor. Véase M. CUENA CASAS, "Crowdlending o préstamo en masa y evaluación de la solvencia del promotor de la financiación", cit., p. 28.

<sup>157</sup> Véase E. GALLEGO SÁNCHEZ, "La obligación de evaluar la solvencia del deudor. Consecuencias derivadas de su incumplimiento", en Lorenzo Prats Albentosa, Matilde Cuenca Casas, Carlos Alonso Martínez (eds.) *Préstamo responsable y ficheros de solvencia*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2014. p. 237; M. J. MARÍN LÓPEZ, "Obligación de asesoramiento, obligación de evaluar la solvencia del consumidor y otras obligaciones precontractuales del prestamista. Su regulación en el Proyecto de Ley de Contratos de Crédito al Consumo", *Centro de Estudios de Consumo*, 2011. p. 8. M. ORDÁS ALONSO, *Los contratos de Créditos al Consumo en la Ley 16/2011*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2013. p. 146.

<sup>158</sup> S. DÍAZ ALABART, "Evaluación de la solvencia del consumidor, tasación de inmuebles y consultas en ficheros de solvencia", en Silvia Díaz Alabart, María Patricia Represa Polo (eds.) *La protección del consumidor en los créditos hipotecarios (Directiva 2014/17/UE)*, Editorial Reus, Madrid, 2015. p. 230.

objetiva sobre la capacidad o viabilidad del proyecto.<sup>159</sup> Por último, hay que tener en cuenta que, a diferencia de la banca tradicional, el criterio de valoración es establecido por la propia plataforma, y los proyectos con riesgos altos que están excluidos en una entidad de crédito tradicional, pueden ser publicados en la PFP.

De todas formas, los servicios indicados detallan el proceso de la recepción, selección y publicación de los proyectos de financiación participativa, es decir, los servicios mencionados en el apartado 1.2.2.1 y 1.2.2.2 complementan el primer servicio principal a la perfección. No obstante, como hemos indicado, la diferencia entre el servicio obligatorio y el servicio auxiliar, debemos hacer una distinción clara entre estos dos servicios. En relación con la diferencia entre la publicación de los proyectos y el asesoramiento al promotor (1.2.2.1), entendemos que el asesoramiento es más individualizado, y la publicación, en cambio, es un proceso más automático que se trata de un “*servicio de gestión o de colaboración*”<sup>160</sup>. En cuanto al *rating*, el análisis del nivel de riesgo o cualquier variable (1.2.2.2) es un paso interno de la selección de un proyecto, pero si revela a otros será opcional para la PFP, por lo que este servicio auxiliar se entiende como una externalización de un análisis interno a terceros, pueden ser inversores o promotores, e incluso el público.

### 1.2.2.3. El establecimiento de canales de establecimiento entre los clientes

Si analizamos los tres servicios auxiliares restantes, podemos concluir que tales servicios conducen a un punto común: tienen funciones agregadas al segundo servicio general que

---

<sup>159</sup> Como resultado de la evaluación, normalmente se asignará al promotor una nota final de *rating*, compuesta por al menos uno de los siguientes parámetros: (1) Nota Legal: resultado de la evaluación legal de la compañía y su promotor. (2) Nota Financiera: resultado de la evaluación financiera histórica y actual de la compañía y de su desempeño. (3) Nota de Riesgo: resultado del análisis de riesgo crediticio del proyecto (rentabilidad de activos, cobertura de deudas, solvencia, liquidez y rendimiento histórico de utilidades); en otras palabras, un estudio general sobre el aspecto legal y financiero tanto del proyecto y como del promotor.

<sup>160</sup> J. L. GARCÍA-PITA Y LASTRES, *Plataformas de financiación participativa y “Financial Crowdfunding,”* Tirant lo Blanch, Valencia, 2016. p. 198.

es facilitar la contratación entre inversores y promotores. Además de los canales de comunicación entre los clientes y la plataforma, la PFP proporciona el servicio c), lo cual permite a los clientes comunicarse entre sí, ya que dicha plataforma está destinada a ayudar a los inversores a reforzar el entendimiento de un proyecto y/o tener confianza en un promotor específico al contratar el proyecto antes, durante o después de la inversión.

#### *1.2.2.4. La provisión de modelos de contratos*

Debido a que la mayoría de los inversores, así como algunos promotores, no tienen experiencia en contratación, unas PFP ponen a disposición de los usuarios o clientes los modelos de contrato descritos en el servicio d), por ejemplo, el contrato de mandato, el contrato de préstamos, etc. Estos modelos ayudan tanto a los promotores a llegar a acuerdos con más rapidez, como a los inversores, ya que las condiciones están más controladas por la plataforma y, por tanto, son más fiables. Considerando que este modelo de contrato es un contrato con condiciones generales, entendemos que este servicio sería previo a la recepción del concreto proyecto, sea o no sea dirigido directamente al público.

En la práctica, muchas plataformas lo consideran como un servicio opcional y cobran un coste adicional además de la comisión. Por ejemplo, Capital Cell proporciona modelos y los contratos adaptados a las condiciones concretas del promotor;<sup>161</sup> y Fundeen ofrece modelos de pactos de socios, contratos de compraventa de participaciones, acuerdos de confidencialidad, entre otros contratos necesarios para la financiación.<sup>162</sup>

---

<sup>161</sup> Véase CAPITAL CELL, “Terms and conditions”, fecha de consulta 29 mayo 2021, en <https://capitalcell.es/terms-and-conditions/>.

<sup>162</sup> Véase FUNDEEN, “Información para el inversor”, 2020, fecha de consulta 29 mayo 2021, en <https://www.fundeen.com/es/informacion-inversor>.

### 1.2.3.5. La transmisión a los inversores de los documentos necesarios

El siguiente servicio tiene como objeto garantizar una mayor transparencia en el negocio, es decir, en vez de las limitadas informaciones que se publican en la página web requeridas por la LFFE, la PFP proporciona a los inversores tantos documentos como sea oportuno como, por ejemplo, el Plan de Negocio (*Business Plan*) del promotor para que el inversor conozca el plan consolidado de desarrollo de la compañía y la ruta societaria después de la financiación. Se alberga dudas sobre si este servicio es auxiliar u obligatorio/básico de una plataforma,<sup>163</sup> es decir, hay que tener una barrera clara entre este servicio y el deber de información. En realidad, la evolución del proyecto no está incluida en el deber de información por parte de la plataforma o el promotor. El mecanismo del funcionamiento de la plataforma de financiación alternativa indica que su trabajo obligatorio termina con la contratación de sus clientes, es decir, todos los asuntos posteriores a la contratación no entran en el ámbito de actuación de la plataforma. A estos efectos, la evolución del proyecto no se considera un servicio forzoso en la ley española.

### 1.2.3.6. La provisión del servicio de reclamación judicial y extrajudicial

Existen varias plataformas que prefieran otorgar más protección a sus inversores al establecer mecanismos de reclamación judicial y extrajudicial.<sup>164</sup>

Sobre este último servicio, la plataforma tiene la oportunidad de tomar las medidas de subsanación en nombre de los clientes para que éstos declaren sus derechos con mayor facilidad o en nombre propio si los inversores le ceden el derecho. Una vez que el promotor

---

<sup>163</sup> La investigadora Teresa Asunción Jiménez París opina que el servicio de proporcionar información actualizada no es accesorio, sino básico, por lo que “*el inversor tiene derecho a tener acceso a tal información y el promotor está obligado a manifestarla (art. 1258 del Código Civil)*”, véase T. A. JIMÉNEZ PARÍS, “Las plataformas de financiación participativa en la Ley de Fomento de la Financiación empresarial. Aproximación a la regulación del crowdfunding en España”, cit., p. 2817. De acuerdo totalmente con la obligación de facilitar al inversor todas las informaciones, pero el sujeto insustituible es siempre el promotor, no la plataforma, por lo que no podemos confundir estas obligaciones.

<sup>164</sup> MytripleA, Colectual, Excelend, Grow.ly, Octubre, Adventurees, BDK Capital entre otras 13 plataformas autorizadas hasta el 1 de junio de 2021.

deja de pagar los intereses, o existe un retraso, lo que ocurre con frecuencia, los inversores se enfrentan al problema de reclamar esta cantidad de dinero, compensación incluso indemnización, porque deben acudir la vía judicial o arbitral, lo que supone una carga financiera excesiva y un coste de tiempo. Por ello, la PFP, como intermediario que indirectamente tiene el control del fondo de inversión con la ayuda de las entidades de pago y dispone toda la información de los clientes, o mejor dicho, ocupa una posición privilegiada en esta relación, puede ayudar a sus clientes a iniciar los procesos pertinentes a ejecutar sus derechos de recobro. No obstante, este servicio parte de una premisa: el objeto de reclamación es un derecho de crédito. En otras palabras, las plataformas pueden sustanciar acciones sobre los proyectos de préstamos.<sup>165</sup> Por otro lado, las plataformas pueden actuar como representantes de los inversores o en nombre propio cuando los inversores les cedan el derecho de crédito (no contrato) y así las plataformas ocupan la posición acreedora<sup>166</sup> en la relación de préstamo. En la última situación, la cuestión será cómo garantizar un precio de venta juicio,<sup>167</sup> pero considerando que es una opción de los inversores y el precio es negociable entre los inversores y las plataformas, es difícil limitar el precio de venta en la medida que los inversores lo acepten.

Si la PFP no está dotada de este mecanismo, es necesario ofrecer ayudas apropiadas a ambas partes una vez que se produzcan conflictos entre ellas, como, por ejemplo, facilitando pruebas de los documentos depositados e información más detallada de ambas partes.

---

<sup>165</sup> El derecho que obtiene el inversor en los proyectos de inversión es un derecho corporativo debido a que el inversor se convierte en socio de la entidad promotora, así que el inversor no puede acogerse a este supuesto, véase T. A. JIMÉNEZ PARÍS, “Las plataformas de financiación participativa en la Ley de Fomento de la Financiación empresarial. Aproximación a la regulación del crowdfunding en España”, cit., p. 2817.

<sup>166</sup> Se entiende esta cesión como una manera de “*hacer líquida su inversión*” para los inversores en el caso de que prefieran una liquidez inmediata y no litigar. Véase *Ibid.*

<sup>167</sup> La autora Teresa Asunción Jiménez París menciona que como “*la PFP percibirá los intereses de demora generados durante el procedimiento de reclamación [...] deberá bastar como precio de la venta del crédito a la PFP*”. Véase *Ibid.*

### 1.2.3.7. La formalización de contratos

Además de los servicios accesorios mencionados anteriormente, el art. 51 añade el punto 3 que señala la posibilidad de que la plataforma formalice contratos de préstamo y de suscripción de participaciones en calidad de representante de los inversores siempre y cuando se basen en un acuerdo de voluntades. A través de esta cláusula, encontramos que dos requisitos marcan la diferencia entre este servicio y otros. Por un lado, la representación requiere un acuerdo de voluntades. En este caso, las voluntades son los consentimientos de los inversores, así como la corroboración de los promotores; en cambio, otros servicios auxiliares son determinados únicamente por la plataforma. Por otro lado, se efectúa la representación solo en el caso de que los proyectos sean préstamos o la suscripción de participaciones en las sociedades de responsabilidad limitada mientras que otros servicios son aplicables a todos los tipos de proyectos. Por último, cabe tener en cuenta que la función de la plataforma solo consiste en la formalización del contrato, y en ningún caso está prevista la representación de los inversores en otros aspectos como, por ejemplo, la participación en la junta general de la sociedad promotora en nombre del inversor.

Finalmente, el apartado g) del mismo artículo otorga a las PFP más oportunidades de prestar otros servicios auxiliares en el caso que determine el Ministro de Economía y Competitividad o con su autorización expresa, la CNMV dentro del marco de PFP<sup>168</sup>. Por lo tanto, aunque la lista de servicios obligatorios está cerrada, la de servicios auxiliares deja abierta, en este caso, se considera que a la PFP se le conceden más facultades<sup>169</sup> para que ésta elija los servicios apropiados. Por ejemplo, se puede llevar a cabo un mercado secundario para facilitar la transmisión de los valores entre los inversores<sup>170</sup> como el Canal

---

<sup>168</sup> La libertad de prestación de servicios auxiliares debe respetar una limitación operativa original, es decir, las PFP no pueden “*dedicarse a otras actividades distintas a los previstos*”. Véase J. L. GARCÍA-PITA Y LASTRES, *Plataformas de financiación participativa y “Financial Crowdfunding*,” cit., p. 197.

<sup>169</sup> Véase *Ibid.*, p. 199.

<sup>170</sup> Véase E. MORENO SERRANO, “Cuestiones jurídicas derivadas de la aplicación del «crowdfunding»”, cit., p. 261-262.

de Comunicación Directa de Housers,<sup>171</sup> siempre y cuando ha presentado a la autorización de la CNMV; sin embargo, también podemos encontrar que la mayoría de las plataformas no ofrecen servicios auxiliares extras.

### 1.2.3. Limitación de los servicios prestados

#### 1.2.3.1. *Las plataformas excluidas*

Nos gustaría dejar claro de antemano que lo que regula el art. 46, apartado 1 de la LFFE no está incluido en la discusión en esta parte, puesto que o bien las plataformas no tienen la consideración de la PFP o bien las actividades no pertenecen a la categoría de la financiación participativa, así que tampoco abordaremos los servicios prestados por estas plataformas. Dicho de otra manera, si una empresa desarrolla exclusivamente la actividad de donaciones, venta de bienes y servicios, préstamos sin intereses, esta empresa no será reconocida como una PFP que regulada por la LFFE aunque es un tipo de crowdfunding. Por otro lado, cuando un proyecto publicado en una PFP está destinado a realizar donaciones, este proyecto está excluido del ámbito de la regulación de LFFE. En ambos casos, los inversores o promotores no podrán aducir la LFFE para proteger sus derechos.

En resumen, el análisis de la prohibición que estudiamos en este apartado se basa en la idea de que la plataforma, en primer lugar tiene la identificación de plataforma de financiación participativa, pretende desarrollar actividades del crowdfunding regulado y que todos los proyectos publicados cumplen el mismo requisito, a estos efectos la discusión sobre las limitaciones tiene la finalidad de juzgar la posibilidad de inscribir dicha empresa o la nulidad de la inscripción una vez que haya inscrito por la ejecución de las actividades prohibidas.

---

<sup>171</sup> Véase HOUSERS, “¡Adiós a la iliquidez en todas las oportunidades!”, 2018, fecha de consulta 13 febrero 2021, en <https://www.housers.com/blog/es/canal-de-comunicacion-directa-en-housers/>.

### 1.2.3.1. Prohibición de ejercer actividades reservadas

Las plataformas no podrán ejercer las actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito o entidades de pago.<sup>172</sup> Para entender mejor esta prohibición, la LFFE, en particular, propone tres actividades específicas: “*la recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros*”<sup>173</sup> y “*la ejecución de dichas órdenes por cuenta de cliente*”<sup>174</sup>; la recepción de fondos con la finalidad de pago por cuenta de los clientes sin ostentar la correspondiente autorización; así como la recepción de activos de los promotores en nombre propio como garantía del cumplimiento del pago de retorno, a menos que se conceda un poder especial<sup>175</sup>. Todas estas actividades se denominan como “actividades reservadas” porque solo las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito o las entidades de pago pueden hacer lo mismo con la autorización oportuna.

---

<sup>172</sup> Además, la PFP también necesita publicar una advertencia en el sentido de que no se ostenta la condición de las entidades indicadas (art. 61.1, letra c) LFFE). Por lo tanto, la prohibición aquí implica la exclusión de los deberes de actuación y de información de acuerdo con los arts. 208-211 LMV.

<sup>173</sup> Asimismo, “*se entenderá comprendida en este servicio la puesta en contacto de dos o más inversores para que ejecuten operaciones entre sí sobre uno o más instrumentos financieros*”. Véase el art. 63.1. a) de la Ley 24/1988. Sin embargo, esta Ley está derogada por la LMV, así que es mejor aplicar la nueva ley, concretamente el art. 140.1.a) de la LMV.

<sup>174</sup> El art. 63.1. b) de la Ley 24/1988, ahora es el art. 140. b) de la LMV.

<sup>175</sup> En el caso de que la plataforma formalice los contratos de préstamo actuando en representación de los inversores, y al mismo tiempo, el promotor aporte garantías hipotecarias (de acuerdo con la legislación pertinente), la plataforma necesita un otorgamiento de poder para proceder a la inscripción de la escritura de préstamo y recibir las garantías en nombre de los inversores, véase T. A. JIMÉNEZ PARÍS, “Las plataformas de financiación participativa en la Ley de Fomento de la Financiación empresarial. Aproximación a la regulación del crowdfunding en España”, cit., p. 2817-2818.



En el caso de las empresas<sup>176</sup> de servicios de inversión, cuya actividad principal consiste en la prestación profesional de servicios de inversión<sup>177</sup> a terceros mediante instrumentos financieros<sup>178</sup>, en particular, la prestación del servicio de asesoramiento financiero. A estos efectos, es obvio que las empresas de servicios de inversión ejercen una actividad relacionada con la inversión, ya sea invirtiendo por cuenta propia o ajena, como representantes de sus clientes, o bien sea diseñando un proyecto de inversión; de todas formas, tiene cierto control sobre la inversión colectiva y participa en la decisión de invertir. Además, lo que ejercen las empresas de servicios de inversión es una actividad supervisada por parte de la CNMV y están sujetos a una estricta supervisión de productos financieros y obligaciones de información<sup>179</sup>.

En cuanto a lo que deba entenderse por entidad de crédito, lo serán todas *“las empresas autorizadas cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia”*<sup>180</sup>, a saber, los bancos, las cajas de ahorros, etc. que llevan a cabo los servicios de concesión de préstamos. En este caso,

---

<sup>176</sup> Dado que el término “empresas” no solo se refiere a una sociedad en el sentido de la Ley de sociedades de capital, sino que incluyen a las sociedades de valores (SV), las agencias de valores (AV), las sociedades gestoras de carteras (SGC) y las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), es razonable utilizar la expresión “empresas de servicios de inversión” en vez de “sociedades de servicios de inversión”.

<sup>177</sup> Según el art. 140 de la LMV, se consideran servicios de inversión: *“la recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros; la ejecución de órdenes por cuenta de clientes; la negociación por cuenta propia; la gestión de carteras; la colocación de instrumentos financieros sin base en un compromiso firme; el aseguramiento de instrumentos financieros o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme; el asesoramiento en materia de carácter no genérico o personalizada; la gestión de sistemas multilaterales de negociación; la gestión de sistemas organizados de contratación”*.

<sup>178</sup> Los instrumentos financieros incluyen, tal como se indica en el art. 2 y el Anexo de la LMV, los valores negociables, como las acciones de sociedades o bonos, los instrumentos del mercado monetario, las participaciones y acciones en instituciones de inversión colectiva, los contratos de opciones de tipo de interés, los contratos de opciones relacionados con materias primas, los contratos financieros por diferencias, los instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito, etc.

<sup>179</sup> Por ejemplo, las empresas de servicios de inversión deben cumplir con el deber de información previsto en los arts. 5-13 de la Orden ECC/2316/2015, de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros, como, por ejemplo, un requerimiento estricto del indicador de riesgo y una situación más compleja de alerta sobre la liquidez.

<sup>180</sup> El art. 1 de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

es el Banco de España, sin perjuicio de las funciones atribuidas a otros organismos competentes (por ejemplo, Banco Central Europeo), el que tiene la competencia para otorgar la autorización, ejercer la función de supervisión, practicar la inscripción, entre otras. Aunque estas entidades no son autorizadas por la CNMV, también pueden prestar servicios de inversión en España.<sup>181</sup>

Por último, las entidades de pago son las personas jurídicas a las que “*se haya otorgado autorización para prestar y ejecutar servicios de pago*”<sup>182</sup>. Concretamente, los servicios de pago son aquellos que permiten el depósito y la retirada de efectivo de una cuenta de pago, la gestión de una cuenta de pago, la ejecución de operaciones de pago a través de una cuenta de pago o cuando los fondos estén cubiertos por una línea de crédito, la emisión de instrumentos de pago o adquisición de operaciones de pago, el envío de dinero y los servicios de iniciación de pagos, así como los servicios de información sobre cuentas.<sup>183</sup> Contrariamente a la prohibición de las actividades de entidades de inversión o de crédito, existe la posibilidad de que la plataforma desempeñe la función de entidad de pago siempre y cuando la plataforma haya obtenido la autorización de convertirse en entidad de pago híbrida, lo cual constituye una circunstancia muy especial y por eso más adelante nos ocuparemos de ella con mayor detalle.<sup>184</sup>

#### 1.2.3.2. Prohibición de desarrollar actividades especiales

Acerca de las limitaciones de las actividades que son prohibidas para la PFP, la LFFE menciona cinco tipos de servicios en su art. 52.2.: 1) gestionar las inversiones de forma discrecional e individual; 2) realizar recomendaciones personalizadas a los inversores; 3)

---

<sup>181</sup> Véase CNMV, “Plataformas de Financiación Participativa”, cit., fecha de consulta 6 de septiembre de 2020.

<sup>182</sup> El art. 3, apartado 15 del RD 19/2018.

<sup>183</sup> Véase art. 1, apartado 2 del RD 19/2018.

<sup>184</sup> Véase *supra* p. 76-79 en materia del servicio de pago.

conceder créditos o préstamos a los clientes a menos que la plataforma participe en los proyectos (art. 63 LFFE); 4) asegurar el resultado de la captación a los promotores; 5) automatizar la decisión de inversión para los inversores no acreditados excepto que se acuerde y formalice la participación en la financiación por una actuación basando en la preselección de los proyectos publicados previamente.

En comparación con los servicios indicados en el apartado anterior, estos servicios son servicios normales que podría prestar una plataforma participativa si no existiera la LFFE; no obstante, la forma en que se ejercen dichos servicios debe limitarse por una serie de razones como, por ejemplo, el requisito del principio de neutralidad, que restringe la individualización, la discrecionalidad o la personalización de las inversiones, y el papel de intermediación señala que la plataforma no puede participar en el proyecto ni influir en la decisión ni garantizar los resultados de la inversión. Por encima de todo, las actividades especiales están relacionados con los principios de la realización de negocios por parte de la plataforma que discutiremos a continuación.

Cabe señalar que, evidentemente, la participación de la plataforma da lugar la pérdida de la posición neutral de la plataforma, pero en la lista de prohibiciones enumeradas en la LFFE, no se menciona la prohibición de la participación de las PFP en proyectos publicados o la publicación de proyectos propios<sup>185</sup> con el fin de evitar el conflicto de interés, la única explicación sería que existen algunas medidas para mitigar este riesgo de conflicto de interés. Por lo tanto, si es obligatorio la prohibición de estos servicios o también es factible la mitigación de riesgo es una cuestión.

---

<sup>185</sup> Una vez que se estableció en el Anteproyecto de LFFE como un principio, pero se ha sido eliminado en la ley publicada. Véase S. ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, “El «equity crowdfunding» o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación”, cit., p. 39.

### 1.3. Principios del desarrollo de actividades

Los principios de actuación se refieren a las normas de conducta que una empresa debe cumplir en su actividad diaria,<sup>186</sup> especialmente en el sector de mercado de valores,<sup>187</sup> los cuales tienen su origen en la Ley 24/1988 del Mercado de Valores (en adelante, Ley 24/1988)<sup>188</sup>. Conforme a lo dispuesto en el art. 60 de la LFFE, la PFP tiene la obligación de someterse a determinadas normas de conducta que se resumen en los párrafos siguientes cuyos objetivos fundamentales consisten en la “*protección de transparencia y eficiencia de los mercados y la tutela del inversor*”<sup>189</sup>.

El establecimiento de los principios tiene una función principalmente centrada en la dirección o gestión de las regulaciones detalladas en otras partes de la ley, y también desempeña el valor de “disposiciones misceláneas”, por lo que cuando exista un vacío en la legislación, estos principios son esenciales para obtener un juicio. En este sentido, estos principios no son la primera base del árbitro, sino con las cláusulas pormenorizadas en la mayoría de los casos, y cuando se encuentra una duda o una falta en la ley, los principios sirven como una última arma.

---

<sup>186</sup> Las normas de conducta se refieren normalmente a connotaciones de autorregulación de una sociedad, pero en el contexto de PFP, “*se trata de normas de carácter vinculante cuyo incumplimiento puede tener consecuencias jurídicas de naturaleza administrativa*”. Véase M. SÁNCHEZ RUIZ, “Deberes legales y conflictos de intereses de las plataformas de financiación participativa”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, enero-marzo, 2019. p. 16.

<sup>187</sup> Véase *Ibid.*, p. 12.

<sup>188</sup> España. Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. *BOE*, 29 de julio de 1988, núm. 181, p. 23405-23425. Véase el Capítulo I del Título VII en relación con las normas de conducta aplicables a quienes presten servicios de inversión.

<sup>189</sup> Véase M. SÁNCHEZ RUIZ, “Deberes legales y conflictos de intereses de las plataformas de financiación participativa”, *cit.*, p. 13.

### 1.3.1. Principio de neutralidad

El principio de neutralidad enfatiza la imparcialidad que la plataforma mantiene al atender a sus clientes, tanto con respecto a los promotores como a los inversores. En el fondo, la neutralidad hace hincapié en la prevención de conflictos de interés por parte de la plataforma y en actuar, de cuenta propia o ajena, como “*meros mediadores desinteresados*”<sup>190</sup>.

La palabra clave en este principio es “interés”, cuya existencia es la fuente de conflicto entre partes del comercio, y el interés del negocio de financiación radica principalmente en el interés monetario. Además, el conflicto se produce porque existe la situación en la que se satisface su necesidad al perjudicar o sacrificar el interés de otros;<sup>191</sup> por lo tanto, el objeto de evitar el conflicto de interés se trata de mantener un equilibrio de interés entre las partes, disminuyendo así el sacrificio improporcionado de una sola parte.

Normalmente, existen dos vías destinadas a la disminución del conflicto de interés. La primera es evitar la presencia de conflicto de interés. Entre otras condiciones, se prohíbe la participación de los administradores, los socios, la plataforma y cualquier sujeto que pueda tener un interés particular en los proyectos publicados en su plataforma, ya sea actuando como promotor o como inversor. En cuanto a la segunda vía, se admite la existencia del conflicto de interés, pero se requiere un resultado de “equilibrado”, es decir, la gestión de los conflictos<sup>192</sup> cuenta con más importancia. La LFFE opta por una combinación de estas

---

<sup>190</sup> Véase J. L. GARCÍA-PITA Y LASTRES, *Plataformas de financiación participativa y “Financial Crowdfunding,”* cit., p. 180. También se menciona que el deber de imparcialidad es una nota característica tanto de la mediación como de lo que debe obedecer el mediador, véase G. MACANÁS VICENTE, *El contrato de mediación, o de corretaje (carencias y posibilidades)*, Fundación Wolters Kluwer, Madrid, 2015. p. 155-160, 300-201.

<sup>191</sup> Véase M. DÍAZ DE ENTRE-SOTOS FORNS, *El autocontrato de María Díaz de Entre-Sotos Forns.*, Editorial Tecnos, Madrid, 1990. p. 112.

<sup>192</sup> En la LMV, se establece que “*las empresas que presten servicios y actividades de inversión deberán organizarse y adoptar medidas para prevenir, detectar y gestionar posibles conflictos de interés entre sus clientes y la propia empresa o su grupo*”, es decir, la LMV prefiere la prevención de los conflictos y si no es posible evitarlos, la forma de gestionarlos es el problema siguiente. Véase el art. 208 bis de la LMV.

dos explicaciones de la neutralidad, de forma que en algunas situaciones, las plataformas tienen prohibido hacerlo, pero también abarcan más posibilidades de participar en los proyectos aunque existe más dificultad de garantizar un resultado equitativo. Cómo, en este caso, establecer procedimientos adecuados con el objetivo de tener una gestión prudente,<sup>193</sup> sigue siendo una cuestión para ellos.

Aunque esta cuestión se discute más en el ámbito del Derecho de sociedades<sup>194</sup>, no dejamos de analizar el conflicto de la plataforma siguiendo la misma línea como el conflicto de interés en otros ámbitos. Así pues, las acciones que resultan contradictorias con esta posición son principalmente las siguientes.

#### *1.3.1.1. Actividades realizadas por la plataforma*

Lo que realiza la plataforma en la negociación puede dar lugar a un conflicto de interés, ya sea entre la plataforma y los clientes (promotores o inversores), o entre los clientes (entre promotores, entre promotores e inversores o entre inversores).

La primera actuación, que supone principalmente una perturbación del equilibrio entre los clientes, es la prestación del servicio de asesoramiento individualizado al inversor, se interpreta también como una infracción del principio de neutralidad. Además, la provisión de promesa del éxito del promotor también forma parte de la violación de este principio. Tiene razón de ser la prohibición de estas actividades mencionadas porque una gran parte

---

<sup>193</sup> Véase el art. 5 de la Propuesta de Reglamento. Según este artículo, la “*separación de funciones, la continuidad de la actividad*” son procedimientos para asegurar una gestión eficaz y prudente.

<sup>194</sup> Se detalla en la Ley de Sociedades de Capital, en los art. 226 y 227 y el art. 220 bis de la LMV sobre el deber de lealtad y así asegurar el buen funcionamiento de la empresa.

de la remuneración recibida por parte de la PFP<sup>195</sup> depende del éxito de la financiación de un proyecto; debido a que el asesoramiento personalizado o la garantía de éxito contribuyen a la tasa de triunfo de la contratación, existe un conflicto de interés entre los clientes. Con todo, la recomendación se dirige tanto a los inversores como a los promotores no está permitida en la PFP.

Puesto que la PFP es un intermediario para ambas partes en vez de ser un agente para cualquiera de ellas; en particular, la plataforma es la única parte que obtiene todas las informaciones de negocio, es decir, una vez que la plataforma tiene una preferencia, el negocio no podrá ser justo para la otra parte, por lo que la PFP tiene un deber más importante en el proceso de evitar el conflicto de interés. Pongamos por caso que la PFP se compromete con el promotor a conseguir financiación mediante su plataforma y para cumplir con este objetivo, comienza a hacer recomendaciones a los inversores sobre un proyecto concreto; imaginemos que este proyecto adolece de un defecto, de manera que lo que la plataforma puede hacer es omitir la publicación de cierta información o modificar y maquillar este defecto. En cualquier caso, el inversor no tiene capacidad de tomar su propia decisión, lo cual desemboca en la desigualdad del negocio.

El último caso de la primera actuación se encuentra en la transparencia de la selección de proyectos que implique una igualdad entre todos los promotores. Esta selección no solo incluye la selección de proyectos publicados en la plataforma, sino que también se refleja en la divulgación de comunicación comercial. El tratamiento desigual de la publicación o promoción, por un lado, perjudica el interés de inversores al darles una imagen falsa; por otro lado, perjudica el interés de otros promotores debido a la falta de oportunidad de que

---

<sup>195</sup> Todas las PFP en España cobran una comisión que se llama “la tarifa de éxito”, la cual constituye casi la mitad de los honorarios de la plataforma, a la inversa, la PFP es siempre gratuita para los inversores. Esta comisión también se reconoce como “compensación a los intermediarios”, que supone el coste principal del promotor en el proceso de captación de fondos mediante la financiación participativa. Véase J. THOMAS, “Making equity crowdfunding work for the unaccredited crowd”, *Harvard Business Law Review*, vol. 4, 2014., p. 65-67.

sea visto su proyecto. En España, las comunicaciones comerciales de proyectos concretos no están prohibidas siempre y cuando la plataforma no favorezca injustificadamente a determinados promotores y perjudique a éstos o a los inversores,<sup>196</sup> y la manera directa y efectiva de realizar este objetivo es la transparencia suficiente de la selección de proyectos o promociones.

Por todo esto, el equilibrio entre el promotor y el inversor cuenta con la política de equidistancia de la PFP, la cual obliga a la plataforma a proponer una información completa tanto a los inversores como a los promotores. Por medio de esta organización, los clientes pueden ser más racionales, es decir, los promotores deben reflexionar sobre una mejor manera de captar la financiación y atraer la inversión, mientras que los inversores deben investigar más sobre el proyecto en el que va a depositar su dinero. En cualquier caso, la recomendación o garantía del intermediario no hace más que provocar el caos del mercado y resulta en la deslealtad del negocio.

La segunda actuación se entra en el conflicto de interés entre la plataforma y los clientes, ya que el intermediario puede, a lo mejor, intervenir en el negocio entre los clientes, aquí nos referimos a los “proyectos vinculantes”.

Los proyectos vinculantes responden a dos circunstancias, bien por su participación en proyectos publicados por otros promotores, bien por la difusión de su propio plan de financiación, lo que supone un conflicto de interés. El conflicto está relacionado con el proyecto y se produce cuando la plataforma también publica sus proyectos de financiación o participa en los proyectos de su página web.

Esto es peligroso tanto para los promotores como para los inversores, ya que la plataforma controla los proyectos y, además, supervisa la evaluación de los mismos, en cuyo caso, los

---

<sup>196</sup> Véase el art. 64.2. LFFE.



promotores no pueden obtener una evaluación precisa de su proyecto o no son competitivos en comparación con los proyectos relacionados de la PFP, lo cual da como resultado la dificultad de conseguir el fondo y, a la vez, los inversores no son capaces de juzgar la imagen real de los anuncios que están siendo manipulados por el controlador.

Sin embargo, esta prohibición no es tan estricta como la anterior, de acuerdo con las excepciones al conflicto de interés del art. 63 de la LFFE. Con respecto a la participación en un proyecto de terceros, atendiendo a las circunstancias indicadas, el apartado 1 de este artículo requiere que se informe a los inversores sobre el importe de sus participaciones en cada proyecto y que se publique en su página web la política interna que explique el tratamiento de dichas participaciones, así como que el importe total de las participaciones no pueda ser superior al 10% de cada proyecto y que las plataformas no puedan obtener el control de la sociedad promotora. En cuanto al proyecto propio, el art. 63.2. de la LFFE establece que solo en el caso de que la PFP informe inmediatamente a los inversores para que ellos entiendan que el promotor de lo que está invirtiendo es la plataforma, y toda la financiación que recaude cada ejercicio no supere el 10% de los fondos efectivamente recaudados, la plataforma podrá recaudar financiación por esta vía. Sin embargo, la plataforma no puede tener participación en proyectos publicados en otra plataforma.

Con todo, podemos encontrar que, en primer lugar, la actitud de los legisladores es prevenir el conflicto de interés al admitir la acción de publicar la necesidad de financiación de los proyectos vinculantes. En efecto, esta diferencia tiene sentido porque la recomendación a los inversores, el compromiso con los promotores y la publicación seleccionada aprovechan la confianza establecida entre los usuarios y la plataforma, es decir, los clientes son fácilmente influidos por las actuaciones “invisibles” por el intermediario y es inevitable tener un resultado desequilibrado. Por el contrario, los proyectos vinculantes no van a ocasionar directamente el problema de la falta de imparcialidad debido a la advertencia y a la suficiente revelación de información.

### *1.3.1.2. Actividades realizadas por los empleados*

La segunda vulneración del principio de neutralidad se produce cuando el sujeto causante del conflicto de interés es el empleado de la plataforma. En este caso, el conflicto se produce entre los empleados y la sociedad cuando aquellos hacen un uso inadecuado o una divulgación indebida de información confidencial, tienen participación en proyectos vinculantes, o realizan recomendaciones individualizadas a los inversores en virtud del art. 62.2 de la LFFE. En particular, los empleados a que se refiere son los administradores y los altos directivos. No obstante, esta limitación tiene una excepción: el supuesto de que se trate del ejercicio de los proyectos vinculantes.

Sobre este conflicto, también podemos encontrar tres categorías de la prohibición completa, una más genérica, que trata sobre asuntos relativos al conflicto de interés dentro de la sociedad; la otra es acerca de la información confidencial; y la última hace referencia al asesoramiento personalizado. Las dos primeras obligaciones están relacionadas con los deberes de lealtad establecidos en los arts. 227 a 232 de la Ley de Sociedades de Capital, pero la normativa societaria solo menciona los deberes de los administradores frente a la sociedad, así que utilizamos estos artículos como complementarios a nuestro análisis. El análisis individualizado realizado por el empleado es igual al de la plataforma.

A partir de esto, también existe un conflicto entre los empleados y los clientes en el caso de los proyectos vinculantes. Cuando los empleados publican o invierten los proyectos en su página web, tienen la misma limitación que la de PFP, en concreto en el deber de advertencia. Sin embargo, no encontramos la restricción en cuanto a la cantidad de dinero o el porcentaje de financiación para cada empleado, sino una limitación del importe total. Además de a los empleados, esta limitación es aplicable a las personas relacionadas<sup>197</sup>. Por ello, entendemos que tampoco está vetado a los trabajadores la posibilidad de editar

---

<sup>197</sup> Las personas vinculadas se refieren a los cónyuges o a las personas con las que se convive en análoga relación de afectividad, así como a sus familiares hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad.

sus proyectos en la misma plataforma o la contribución a los proyectos publicados en su plataforma. A diferencia de la plataforma, los empleados y las personas relacionadas pueden invertir o publicar proyectos en otras plataformas sin ningún obstáculo.

#### 1.3.1.3. Actividades realizadas por los socios

El último sujeto que podría provocar desigualdad en el negocio de la financiación son los socios. Teniendo en cuenta que los socios no pueden involucrarse demasiado en los asuntos de la compañía, la LFFE les concede un mayor margen de libertad.

Al contrario a la prohibición de asesoramiento financiero, si los socios cumplen una política efectiva sobre conflictos de interés y están autorizados a realizar servicios de inversión, pueden realizar recomendaciones personalizadas a los inversores. En relación con los proyectos vinculantes, en vez de todos los socios, solo los socios con “participación significativa”<sup>198</sup> están sujetos a las mismas restricciones de los empleados.

#### 1.3.2. Principio de diligencia

El art. 66 de la LFFE requiere que la PFP observe la debida diligencia en el momento de admitir un proyecto y comprobar la identidad del promotor. Además, este requerimiento también exige una diligencia de profesionalidad, es decir, la plataforma también está obligada a cumplir todos los requisitos en cuanto presta un servicio de la sociedad de la información actuando como intermediario profesional.

---

<sup>198</sup> Según el art. 57, apartado 3 de la LFFE, la participación significativa en la financiación colectiva “se entenderá por participación significativa aquella que alcance, de forma directa o indirecta, al menos, un 10 por ciento del capital o de los derechos de voto de la empresa o aquella que, sin llegar al porcentaje señalado, permita controlar la empresa en los términos previstos en el artículo 42 del Código de Comercio”.

Cabe señalar que en muchas leyes o reglamentos,<sup>199</sup> la diligencia forma parte de la obligación de hacer o no hacer, pero el problema siempre radica en: ¿cuál es el parámetro de diligencia?, ¿en qué situación podemos juzgar el comportamiento diligente de una persona?

Lo habitual es que, la diligencia debe ser enjuiciada caso por caso teniendo en cuenta todos los factores relevantes;<sup>200</sup> por ello, es habitual introducir una figura de “persona media o racional” para dejar claro qué es un comportamiento diligente en tales condiciones; además, dado que el juicio de persona media es un poco confuso para los ciudadanos, la ley siempre propone disposiciones imperativas para facilitar el proceso, como, por ejemplo, que los administradores deben adoptar las medidas destinadas al buen funcionamiento o control de la sociedad según el art. 225 LSC.

En el caso de la PFP, la discusión de la debida diligencia se centra en la plataforma o en la sociedad gestora de la plataforma en vez de en los administradores, socios o terceros. La LFFE, en principio, establece que la diligencia es un elemento necesario cuando la plataforma ejerce la actividad.

En principio, la PFP se considera como prestadora de un servicio de la sociedad de la información, por eso también debe actuar con diligencia en el momento en que ofrece los servicios de la sociedad de la información, a saber, realizar las actividades de alojamiento o almacenamiento de datos de los usuarios, mantener la seguridad de los datos personales, actualizar el sistema informático, retirar los mensajes, entre otros deberes.

---

<sup>199</sup> Este concepto tiene distintos significados de acuerdo con los diferentes contextos, por ejemplo, en el *Compliance* penal, está relacionado con la prevención de riesgos de contradicción de los compromisos por el comportamiento de terceros. Véase el art. 31 bis del Código Penal; en el ámbito del derecho societario, los administradores de la sociedad tienen el deber de diligencia en el procedimiento de tomar decisión adecuada, véase los arts. 225 a 232 de la LSC.

<sup>200</sup> Véase I. CERRATO CRESPÁN, “El deber general de diligencia de los administradores y la protección de la “discrecionalidad empresarial””, en CMS Albiñana & Suarez de Lezo (ed.) *Comentario práctico a la nueva normativa de gobierno corporativo. Ley 31/2014, de reforma de la Ley de Sociedades de Capital*, Dykinson, Madrid, 2015. p. 76.

En coherencia con la exigencia de profesionalidad de la plataforma, la diligencia exigida es, en cierto modo, mayor que en otras plataformas digitales, es decir, no se trata de una “diligencia mínima”, sino una “máxima diligencia”.

Además, según el art. 66, “1. *La plataforma de financiación participativa deberá evaluar con la debida diligencia la admisión de proyectos de financiación y su adecuación a los requisitos establecidos en este capítulo. 2. La plataforma de financiación participativa deberá comprobar la identidad del promotor e identificarlo debidamente*”, hallamos que esta obligación enfatiza la relación entre los promotores y la plataforma y solo se enfatiza la diligencia en las fases previas a la publicación de los proyectos. Por lo tanto, con respecto a esta diligencia concreta, lo que la PFP debe hacer es asegurar la publicación de las informaciones precisas y completas sobre el proyecto, así como que el promotor y los proyectos sean veraces, y garantizar la legalidad del proyecto y del promotor. Por ejemplo, la plataforma debe verificar si el promotor está constituido en la Unión Europea, si los proyectos tienen un objetivo de financiación, entre otros requisitos imperativos. Al fin y al cabo, la PFP está obligada a supervisar que los proyectos y los promotores cumplan con todas las exigencias obligatorias, al menos antes de la publicación de los proyectos.

### 1.3.3. Principio de transparencia

El requisito de transparencia se refiere a la publicación o divulgación suficiente de información. Sin duda, este requisito es de gran importancia a lo largo del proceso de financiación, ya que los déficits de información tanto sobre los promotores o proyectos como sobre el funcionamiento de la plataforma pueden llevar a la otra parte a hacer una selección incorrecta. En otras palabras, la transparencia es una forma de evitar los fraudes.

Es la plataforma la que asume la responsabilidad dado que, por una parte, dispone de casi todas las informaciones necesarias sobre las partes y el control del mercado de financiación alternativa; por otro lado, la transparencia de su propia información, por ejemplo el

parámetro de selección, también se traduce en confianza en el mantenimiento de la competitividad del mercado.

En comparación entre la situación del promotor y la del inversor, el déficit informativo imputable al promotor resulta en un desequilibrio de posición entre ellos, por lo que la plataforma está obligada a ayudar a los inversores a rectificar este defecto. Con base en la exigencia de neutralidad, lo que debe hacer la PFP es proporcionar cuantas informaciones sean pertinentes sobre los proyectos y los promotores. A estos efectos, en virtud de lo establecido en el art. 83 de la LFFE, la página web debe comunicarse a los inversores antes de la inversión acerca de las circunstancias de la financiación participativa, a saber, el riesgo de inversión por falta de supervisión por parte de la CNMV o por carencia de garantía. En caso de que los inversores tengan intención de seguir creando una cuenta en la página web, la plataforma debe además publicar una descripción clara y comprensible de los proyectos, los promotores, los modos de financiación, la idoneidad de las modalidades, y otros datos relevantes a fin de que los usuarios puedan decidir si un determinado proyecto se ajusta o no a su perfil y, en consecuencia, tomar una decisión racional.

Por otra parte, este requisito no solo tiene por objeto proteger a los inversores, sino que también sirve para conseguir la justicia en la selección de proyectos. Por lo tanto, tanto el proceso de evaluación como los criterios de publicación se comunican necesariamente a los promotores. No obstante, cabe señalar que la publicación de los proyectos debe incluir las informaciones precisas que han sido ofrecidas por los promotores, sin alteración ni modificación.

¿Cómo se entiende cumplida la entrega “completa” de datos?, ¿se trata de una publicación con un nivel mínimo<sup>201</sup> o un nivel elevado? Para aclarar este problema, necesitamos determinar tres cuestiones. El principio de transparencia, aunque no se especifica su contenido en el art. 60 de la LFFE, hace referencia a dos tipos: transparencia documental y transparencia adicional<sup>202</sup>. La transparencia documental es la más básica, por ejemplo, el requisito de formalizar un contrato válido, cómo evitar la inclusión de cláusulas abusivas; pero la transparencia adicional hace hincapié en la información “suficiente” y “clara”, que puede influir en la decisión final de la otra parte. Adicionalmente, el principio de transparencia en la LFFE se aplica a la plataforma en vez de los promotores, es decir, la PFP es plenamente responsable de la insuficiencia de transparencia. Además, de conformidad con los documentos mencionados en los art. 61, 70, 72, entre otros artículos,<sup>203</sup> las informaciones no solo consisten en datos propios de la plataforma, sino que también incluyen datos de terceros (promotor, proyecto). En otras palabras, una gran parte de la información no es o no puede ser controlada por la PFP.

Por estas tres consideraciones, entendemos que es necesario enfatizar no solo la transparencia documental, sino también la transparencia adicional recurriendo al criterio de “buen conocimiento” de las condiciones para todos los intervinientes en los contratos concertados, si bien debemos dar un tratamiento distinto entre las informaciones general de la PFP y las de terceros, aunque la plataforma sea el único sujeto de todas las responsabilidades de transparencia.

---

<sup>201</sup> En el artículo de E. HERNÁNDEZ SAINZ, “El crowdfunding inmobiliario mediante contratos de cuentas en participación: una fórmula de inversión participativa ¿alegal o prohibida?”, cit., p. 144- 145, el autor, por un lado, reconoce un nivel de transparencia suficiente, y por otro lado, subraya un nivel mínimo de transparencia para evitar “*la imposición de deberes excesivamente onerosos que impidan el crecimiento del crowdfunding inmobiliario*”.

<sup>202</sup> Véase Audiencia Provisional de Vizcaya (Sección 4ª) 524/2014, de 25 de septiembre de 2014.

<sup>203</sup> Véase el Capítulo IV, apartado 1.3.1.4. Obligaciones de información de la LFFE.

Por último, cuando hablamos de transparencia, el contenido de la información ha de ser suficiente, no engañoso, oportuno, objetivo. Por supuesto, se trata de estándares de evaluación; no obstante, no podemos olvidarnos de cómo se ha proporcionar esta información. Es decir, la PFP debe proporcionar la información de forma concisa y en un lenguaje no técnico con el fin de que un inversor medio pueda entender bien la información.

Ello nos lleva al planteamiento de otra cuestión ¿Qué es un inversor medio? Nos hemos referido a un inversor acreditado y a uno no acreditado, en función de su experiencia en inversiones, la capacidad de asumir la pérdida conforme a su condición económica, pero no tenemos en la LFFE la definición de lo que sea un “inversor medio”. Partiendo de la noción de “consumidor medio”, que se refiere al consumidor que está razonablemente bien informado y es razonablemente atento y prudente,<sup>204</sup> podemos llegar a la conclusión de que un inversor medio será el que esté razonablemente bien informado y sea prudente. A este respecto, existe una disparidad entre un inversor acreditado prudente y un inversor no acreditado atento. Por ello, es necesario establecer un equilibrio entre circunstancias distintas: si los proyectos están dirigidos al público, la norma de información debería ser un inversor no acreditado medio; por el contrario, si los proyectos son destinados únicamente a los inversores acreditados, el inversor medio puede entenderse como un inversor acreditado medio.

#### 1.3.4. Principio de actuar con mejor interés de los clientes

El artículo 60 de la LFFE menciona, además, otro principio que es el principio de actuar con mejor interés de los clientes. Este principio, en contraposición con lo antedicho, sirve como un requisito de base que permite la plena protección de los clientes, una vez que las

---

<sup>204</sup> Véase L. GONZÁLEZ VAQUÉ, “La noción de consumidor medio según la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas”, *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, 17, 2004. p. 48; Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Quinta), de 16 de julio de 1998, asunto C-210/96, Gut Springenheide y Rudolf Tusky contra Oberkreisdirektor des Kreises Steinfurt — Amt für Lebensmittelüberwachung; Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Quinta), de 21 de marzo de 1991, asunto C-369/88, Tribunal de grande instance de Nice (Francia) contra Jean-Marie Delattre



cláusulas concretas no se aplican. Adicionalmente, este principio subraya un “resultado” de la actuación cotidiana de la plataforma: actuar en defensa del mejor interés de sus clientes. En otras palabras, el principio exige que la plataforma actúe no solo en su propio interés, sino también en el de sus clientes, ya que el papel que desempeña la plataforma es el de intermediario, de manera que en tal caso las compañías incluso deben anteponer los intereses de los clientes a los suyos cuando se producen conflictos de intereses entre la plataforma y los clientes. En general, este principio consiste en anteponer el interés de los clientes al beneficio económico de la misma, no privilegiar a ningún cliente ni grupo de cliente sobre uno u otros con la única excepción del conflicto de interés entre el promotor y los inversores.

Es fácil comprender el mejor interés cuando tiene lugar el conflicto de interés entre la plataforma y los clientes, pero cuando el conflicto se produce dentro del grupo de clientes, como sería el caso del conflicto entre dos promotores o grupos de promotores, la controversia entre el promotor y los inversores, o la cuestión entre uno y otro inversor. Por lo tanto, es necesario determinar cuidadosamente cuál es el espíritu de este principio. De hecho, este principio se deriva de la necesidad de una protección privilegiada de la parte vulnerable; a estos efectos, es útil valorar el estado de las partes en el conflicto. En la relación entre uno u otro promotor/inversor, no existe ninguna parte que sea más vulnerable, así que lo que ofrece la plataforma es un trato equilibrado y no discriminatorio entre las partes, lo que también se refleja en el principio de neutralidad. Por el contrario, los promotores ocupan una posición ventajosa en comparación con la de los inversores, por lo que la plataforma tiene que actuar a favor de los inversores a fin de obtener un mejor interés para ellos, aunque ello suponga un cierto perjuicio del interés de los promotores.

Dado que éste es un principio general, sus obligaciones siempre vienen acompañadas de otras obligaciones mencionadas. Por ejemplo, la plataforma debe negociar de manera imparcial con todos los usuarios (principio de neutralidad); también debe seguir las normas más profesionales en el desempeño de su trabajo (principio de diligencia); asimismo debe

proporcionar información al más alto nivel (principio de transparencia), de ahí que redunde en el mejor interés de los clientes.

Aquí surge otra duda, ¿quiénes son los clientes? Normalmente, el concepto de “clientes” se refiere a los promotores o inversores después del registro y ya han obtenido la identificación como miembro de la plataforma, o bien, una acepción más restringida, esto es, a los que han publicado o invertido en el proyecto de la plataforma. No obstante, existen muchos de los llamados “clientes potenciales” que aún no se han sido registrados o no han participado en un determinado proyecto. ¿Es también obligatorio proteger el interés de estas personas?

Desde el punto de vista de la legislación actual, lo que hace una plataforma no está dirigido específicamente a los miembros. Por ejemplo, la publicación de advertencias de riesgo al inicio de la página web, sus destinatarios son los internautas que visitan su plataforma; la publicación de detalles de los proyectos concretos está destinada a todos los inversores registrados en vez de los inversores que han invertido en el proyecto. Por ello, una vez que las personas tienen alguna relación o vinculación con la PFP, son considerados clientes a los efectos de la LFFE.

#### **1.4. Registro de la plataforma**

Como forma especial de sociedad, la LFFE reserva la actividad de financiación participativa a la PFP y, por tanto, requiere la autorización de este tipo de sociedades, de ahí que todas las PFP necesitan registrarse ante las autoridades pertinentes: la CNMV desempeña los trabajos de autorización e inscripción con la cooperación del Banco de España en el caso

de tener una relación prestataria.<sup>205</sup> Cabe destacar que en el caso de que si la plataforma solamente ejerce la actividad de préstamo, es necesario tener la autorización de la CNMV? De conformidad con el art. 89, la respuesta es afirmativa a la vista de que se expresa claramente que “[q]uedan sujetos al régimen de supervisión [...] a cargo de la [CNMV] a) Las plataformas de financiación participativa”. En la práctica, nueve PFP han sido registradas en la CNMV, aunque su actividad consiste únicamente en la provisión del servicio de intermediación en el proyecto de préstamo. Sin embargo, también existen plataformas como Comunitae (fundada en 2008) que ofrece la financiación de la forma de descuento de pagarés que quedan fuera de la autorización de la CNMV. Según el autor Palá Laguna, este caso es por “oportunidad histórica” porque en ese momento, Comunitae estaba inscrita en el Registro estatal de empresas por la celebración de contratos de préstamos.<sup>206</sup> Por lo tanto, la adscripción de la CNMV parece un poco ilógico aquí a la vista de que son intermediarios en el mercado de crédito en vez de en el mercado de valores.

Sin duda, la CNMV asume una importante responsabilidad en el mercado de la financiación participativa, en vista de que es casi la única autoridad que revisa la documentación de la plataforma cuando las identidades de los promotores o inversores y el contenido del proyecto están excluidas de la supervisión. Por lo tanto, en esta parte, nos concentramos principalmente en los procedimientos administrativos de la sociedad gestora que pretende llevar a cabo la actividad de mediación de la financiación participativa de conformidad con la LFFE.

---

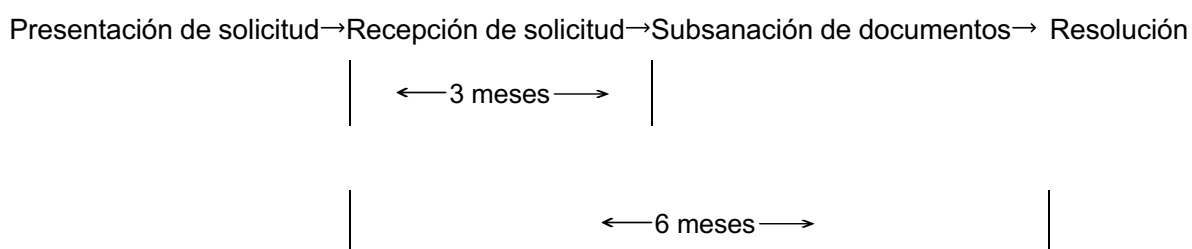
<sup>205</sup> De conformidad con la Ley de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, el Banco de España es la autoridad competente para la supervisión de las entidades de crédito (Título III, art. 50) y la LMV señala que la CNMV es el órgano responsable de la “supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos” (art. 17). En lo que respecta a la supervisión de las actividades de financiación participativa, debemos abordar, principalmente, la diferencia entre la emisión de valores en el mercado de valores con la financiación de tipo de inversión y el préstamo mediante la entidad de crédito con la financiación del tipo de préstamo. Considerando que la financiación participativa, en el fondo, es una concesión de créditos a terceros, o una emisión de valores, la supervisión de la CNMV y el Banco de España parece ajustarse a lo que establece el art. 17 LMV.

<sup>206</sup> Véase R. PALÁ LAGUNA, “La supervisión administrativa de la CNMV en relación con las plataformas de”, *Anuario de Capital Riesgo*, 2016, 2016. p. 93.

#### 1.4.1. Procedimiento de autorización

Desde el punto de vista de una sociedad de nueva creación, además de los requisitos corporativos, como los de transformación en formas societarias, los de constitución de una sociedad de responsabilidad limitada o anónima, debe presentar los documentos necesarios a la CNMV para obtener una autorización y hacerla inscrita antes de registrarse oficialmente en el Registro Mercantil correspondiente.

El proceso de autorización no es tan sencillo, en la práctica. Desde 2015 hasta 2020, solo se han reconocido 32 sociedades y únicamente 27 de estas sociedades se encuentran activas en 2020.<sup>207</sup> De hecho, la escasa cantidad de plataformas aprobadas se debe, por un lado, a que los documentos presentados son complejos; por otro lado, la resolución de la CNMV se demora excesivamente, a pesar de que la LFFE establece un plazo límite de 3 meses, contados a partir de la fecha de la recepción o del momento en que se complete la documentación exigible a la solicitud, si bien dicho plazo puede ampliarse a seis meses. Así, según el art. 53.2. de la LFFE, la solicitud de registro de la PFP debe ser “*resuelta dentro de los tres meses siguientes [...] y, en todo caso, dentro de los seis meses siguientes a su recepción*”, es decir, los seis meses se cuentan a partir de la fecha de la recepción de la solicitud. Por lo tanto, entendemos que el curso de autorización sería así:



Cuadro 5 Plazo de la autorización de PFP (Elaboración propia)

<sup>207</sup> La primera PFP fue “La bolsa social, PFP, S.L.” aprobada en el 15 de diciembre de 2015, y la última fue “Criptalia PFP, S.L.” en el 23 de diciembre de 2020. Véase CNMV, “Plataformas de Financiación Participativa”, cit. fecha de consulta 8 de marzo de 2021, también puede consultarse la lista de PFP en el Anexo.

Cabe señalar que en algunas circunstancias, como en el caso de los proyectos de préstamos, hay que contar con “*previo informe preceptivo y vinculante del Banco de España*”, por lo que entendemos que el plazo de tres o seis meses también se aplicará al Banco de España cuando evalúe los proyectos. Lo curioso aquí es el silencio administrativo negativo,<sup>208</sup> es decir, la denegación de la solicitud una vez superado el periodo de 6 meses sin recibir ninguna notificación.

Una vez que la CNMV otorga la autorización de la PFP, esta plataforma puede comenzar su solicitud al registro mercantil de las actividades empresariales. Pero esta autorización tiene una validez de doce meses a partir de la fecha de notificación y la LFFE subraya que este vencimiento no representa una necesidad de inscripción en el registro mercantil, sino un “*comienzo a las actividades específicas del objeto social de la plataforma*”; por lo tanto, la sociedad de la plataforma tiene que preparar la operación inmediatamente después de la recepción de la resolución de la CNMV.

#### 1.4.2. Requisitos de la solicitud

La parte más importante del procedimiento de autorización es la presentación de todos los documentos necesarios a la CNMV. La LFFE propone numerosos, pero generales, requisitos para establecer una plataforma, pero para mantener un mercado de valores estable y eficiente (art. 57); la CNMV, al mismo tiempo, publica unos documentos<sup>209</sup> como una guía para la tramitación de la solicitud con el fin de facilitar el conocimiento de la LFFE

---

<sup>208</sup> Este mecanismo de la autoridad administrativa proviene del art. 24.1 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, “[e]l sentido del silencio también será desestimatorio [...] en los [procedimientos] de revisión de oficio iniciados a solicitud de los interesados”. Sin embargo, en el mismo párrafo, se presume una situación en la que “cuando el recurso de alzada se haya interpuesto contra la desestimación por silencio administrativo de una solicitud por el transcurso del plazo, se entenderá estimado el mismo si, llegado el plazo de resolución”, es decir, el plazo de resolución, en el fondo, no finaliza según lo dispuesto en la ley, a menos que el solicitante así lo crea e interpone el recurso de alzada. Al fin y al cabo, la mayoría de los solicitantes prefieren esperar la notificación final de la autoridad, lo que representa una duración indeterminada.

<sup>209</sup> CNMV, “Solicitud de autorización de nueva PFP”, fecha de consulta 19 enero 2020, en <https://www.cnmv.es/Portal/Legislacion/ModelosN/ModelosN.aspx?id=PFP>.

y pormenorizar los requisitos para las plataformas.

En principio, la CNMV suministra un modelo de solicitud, un formulario de pre-notificación y un *checklist* que es un formulario de declaración de documentos presentados a la plataforma recientemente publicado, e incluso proporciona un borrador de certificación para el seguro de responsabilidad civil como vía alternativa de recursos financieros, un cuestionario de honorabilidad, programa de actividades<sup>210</sup> y compromisos<sup>211</sup>. Entre estos documentos, el modelo de solicitud y el formulario de declaración son la base de la solicitud, y los criterios para la evaluación de la CNMV en materia de la condición de la plataforma.

En general, los datos requeridos en dicha solicitud consisten en los estatutos sociales, la descripción del gobierno corporativo de la sociedad como los administradores y los directores generales, la estructura accionarial y del grupo, el programa de actividades, el plan de negocio y los requisitos financieros, la estructura organizativa, y por último, las normas de conducta<sup>212</sup>. Derivado de esto, lo dividimos en tres categorías, informaciones societarias, programa de negocio previsto y la previsión del funcionamiento de la plataforma tras la autorización.

#### 1.4.2.1. Documentos societarios

En primer lugar, los documentos societarios son los más complejos e importantes en la lista de presentación porque cualquier plataforma debe tener una forma de sociedad de capital.

---

<sup>210</sup> Este programa de actividades es un modelo muy simple con tipo test, y la PFP solo necesita elegir “sí o no” para indicar qué tipo de servicios principales, servicios auxiliares y servicios adicionales pretende llevar a cabo, pero no es necesario explicarlos en este modelo.

<sup>211</sup> Este compromiso tiene funciones como “*la implantación de una estructura organizativa, medios técnicos y humanos, procedimientos administrativos contables y de control interno*”, “*cumplimiento de requisitos para garantizar la seguridad, confidencialidad, fiabilidad y capacidad del servicio prestado por medios electrónicos*”, “*mecanismos previstos para el caso de cese de actividad de la PFP*”, de acuerdo con las letras (f) (g) (i) del art. 55 de la LFFE. Véase el manual PFP de la CNMV.

<sup>212</sup> En el manual de CNMV, se utiliza la expresión de “normas de conducta” para referirse al funcionamiento de la plataforma en vez del reglamento interno de conducta.

- Documentos de la sociedad gestora

Ante todo, muchos documentos societarios son iguales a los de otras sociedades de reciente creación, a saber, se requiere una reserva de denominación como la certificación registral negativa de la denominación y los estatutos sociales de la sociedad. La mayoría de las compañías son de nueva creación cuando solicitan la constitución de la PFP, pero también se permite la posibilidad de constitución por transformación y operaciones societarias como fusión o escisión. Con respecto a las sociedades establecidas mediante operaciones societarias, los acuerdos sociales, el balance y las cuentas anuales recientes<sup>213</sup> son importantes en la evaluación de la autorización.

Considerando que la PFP es una sociedad confiable y asume responsabilidades por culpa o negligencia cuando actúa como intermediario financiero, se requiere el cumplimiento de los requisitos financieros exigidos para la constitución de la PFP. De conformidad con lo dispuesto en el art. 56.1.a) de la LFFE, la PFP proyectada debe constituirse bajo la forma jurídica de sociedad de capital, ya sea una sociedad de responsabilidad limitada o una sociedad anónima, y debe contar en todo momento con un capital social de 60.000 euros. La CNMV también indica que el justificante del capital social (transferencia bancaria o compromiso de transferencia) o el seguro de responsabilidad civil son preliminares para rellenar el formulario de solicitud. De hecho, los requisitos financieros son más estrictos para las PFP que para las demás sociedades mercantiles considerando que se requiere un capital social de “60.000 euros” “íntegramente desembolsado” “en efectivo” en el momento de registrar la plataforma mientras que los socios solo deben desembolsar el 25% del capital social en el momento de la inscripción de la sociedad anónima normal.

---

<sup>213</sup> “El balance debe ser cerrado y no antes del último día hábil del trimestre anterior al momento de presentación de la solicitud; y las cuentas anuales deben venir de los dos últimos ejercicios o desde su creación, si ésta se hubiere producido durante este periodo”, véase CNMV, “Guía para la autorización de plataformas de financiación participativa (PFP)”, cit., p.2.

Hay que destacar que esta cantidad no es permanente, ya que en el art. 56.2 de LFFE se prevé la necesidad de disponer de un mayor nivel de recursos propios, tales como el capital social, la prima de emisión, así como las reservas legales y estatutarias. Una vez que se hayan financiado proyectos por un valor total combinado de más de dos millones de euros en los últimos doce meses, los recursos propios deben incrementarse hasta los 120.000 euros. Esta cantidad sigue aumentando en función de la suma del valor de los proyectos financiados durante los últimos doce meses: si el importe supera los cinco millones de euros y hasta los siguientes 50 millones de euros, los fondos propios deben incrementarse en un 0,2% del importe, es decir, un máximo de 220.000 de euros de capital social; cuando el importe excede de los 50 millones de euros, se incrementa en un 0,1%, pero la cuantía adicional no puede ser superior a los dos millones de euros.

Junto a este proceso de incremento de los recursos propios, se establece la obligación de presentar el plan previsto y el compromiso de ampliar los recursos sociales una vez superado el referido umbral de dos millones de euros en la financiación de los proyectos establecidos al respecto por la citada ley. En otras palabras, se exige que la plataforma mantenga una cantidad de recursos propios a lo largo de su operación. A la vez, la plataforma está obligada a presentar anualmente un informe en materia de su negocio a la CNMV en el que se explique el valor total de los proyectos financiados para facilitar el cálculo de la cantidad a aportar.

A la vez, hallamos que este requisito de recurso propio también es más flexible para la PFP porque la LFFE indica que una garantía razonable para "*hacer frente a la responsabilidad por negligencia*" es suficiente para la PFP. A estos efectos, se proponen otros tres métodos más, siempre que estos también manifiesten la misma protección a los clientes: a) seguro de responsabilidad civil profesional (por siniestro 300.000 euros o por anualidad de seguro 400.000 euros); b) aval u otra garantía; c) combinación de capital social, seguro, aval o garantía según el art. 56, apartado 1, letra b) y c). No obstante, en el caso del incremento de los recursos propios, el importe aportado debe ser en metálico.



Las tres modalidades de justificación alternativa de la capacidad económica de la plataforma, en el fondo no ofrecen una garantía precisa como el capital social, así que la legislación impone más restricciones a estas modalidades. Por ejemplo, el seguro debe disponerse de información mencionada en el formulario normalizado de seguro además del contrato celebrado entre el asegurador y el asegurado; un informe de experto independiente que acredite la cobertura equivalente es necesario en el caso de que la sociedad opte por el método letra c).

Además, la CNMV insta a la plataforma a que especifique los metros cuadrados del local, el régimen de tenencia del domicilio social, oficina principal o sede incluyendo la dirección IP y dominios web en la solicitud.

- Documento de la estructura administrativa y organizativa

En cuanto a la estructura administrativa, normalmente este tipo de información está abarcada en los estatutos sociales de la sociedad, pero en la LFFE, se obliga a tener información detallada con la finalidad de asegurar la profesionalidad y prevenir el eventual conflicto de interés de la plataforma intermediaria.

Por lo tanto, en primer lugar, es necesario especificar la identidad<sup>214</sup> y la posición de los administradores, directores generales o asimilados. Además, estas personas deben demostrar la capacidad suficiente para el desempeño del cargo, por lo que la CNMV

---

<sup>214</sup> En el caso de que se trata de una persona física, debe mencionarse su nombre y apellido; cuando se trata de una persona jurídica, debe incluirse el representante de este administrador/director/asimilados.

proporciona un cuestionario de honorabilidad<sup>215</sup> y pide la aportación del *curriculum vitae*<sup>216</sup> en el que se debe incluir la formación académica, la experiencia en los últimos diez años,<sup>217</sup> las actividades relacionadas con la prestación de servicio determinado. En segundo lugar, considerando la posible influencia del conflicto de interés, hay que presentar las informaciones sobre su cargo en otras PFP asimiladas, incluyendo la circunstancia de la prestación directa o indirecta del servicio relevantes.

El art. 55 de la LFFE menciona que la PFP debe disponer de una buena organización administrativa y contable, así que además de describir el órgano de gestión, la sociedad también necesita pormenorizar los empleados que realizan cuál oficio de la actividad. En efecto, este requerimiento es muy detallado, puesto que no basta con proveer el número de trabajadores, sino una delineación detallada del organigrama, en coherencia, proporcionada y adecuada a las actividades indicadas en el programa de actividad. Por ello, al evaluar este tipo de información, también deberán aportarse los datos del programa de actividad. En particular, las personas del departamento de contabilidad, medios técnicos y recursos humanos, además de ofrecer la descripción del contenido del trabajo de estas personas, tienen que firmar el compromiso de cumplimiento de una buena organización, el mismo documento tanto para los administradores como para los accionistas. A estos efectos, estos empleados gozan de una cierta importancia en la sociedad gestora.

---

<sup>215</sup> Este cuestionario contiene únicamente cuestiones con respuestas afirmativas o negativas, con la posibilidad de adjuntar documentos explicativos. Concretamente, las preguntas pretenden afirmar la honorabilidad comercial y profesional que ha sido supervisada por otras autoridades, los antecedentes de denegación o revocación de licencia, la experiencia de haber sido despedido, la inhabilitación, la sanción administrativa sometida de forma grave, la violación del reglamento interno de conducta, los antecedentes penales (pero no se exige ningún certificado de antecedentes penales) o los procedimientos judiciales procesados, etc. Véase el Anexo II del Manual de la CNMV. Una vez que se haya contestado positivamente a algunas preguntas, tendrá que dar las explicaciones relacionadas.

<sup>216</sup> Si una persona jurídica ostenta los cargos mencionados, la sociedad deberá rellenar el formulario de honorabilidad y, al mismo tiempo, su representante deberá aportar tanto el cuestionario de honorabilidad como el CV. Al mismo tiempo, la entidad debe describir su denominación legal completa, domicilio, sector de actividad, cargos que ocupa y sus funciones.

<sup>217</sup> Véase CNMV, "Formulario de declaración de documentos presentados y comprobaciones realizadas para el inicio del trámite de autorización.", fecha de consulta 16 enero 2020, en [https://www.cnmv.es/docPortal/Legislacion/ModelosNormalizados/SGIIC/Guia\\_Tecnica\\_autoriz\\_Checklist.docx](https://www.cnmv.es/docPortal/Legislacion/ModelosNormalizados/SGIIC/Guia_Tecnica_autoriz_Checklist.docx), p.6.

Con respecto a la estructura accionarial, de hecho, los socios pequeños no involucran ni pueden afectar al día a día de la plataforma, así que no es necesario exigir más datos sobre estos socios, excepto algún control habitual como el blanqueo de capital; es decir, es suficiente verificar su identificación cuando ellos invierten en la sociedad. Por el contrario, se preocupan mucho de los socios con participación significativa, ya que ellos pueden ejecutar un control sobre la actividad de la PFP, en cuyo caso la profesionalidad es imprescindible; al mismo tiempo, es fácil que exista un conflicto de interés, por lo que es necesario disponer de más datos sobre estos socios poderosos, por ejemplo, los datos acerca de las actividades asimiladas o relacionadas con la PFP, la relación entre la PFP y otras sociedades participadas, las posibles soluciones a estos conflictos.

En comparación con el requisito de una gestión profesional, los socios, obviamente, se enfrentan a menos limitaciones debido a la menor influencia en la actividad de la sociedad, de ahí que solo necesitan proporcionar el cuestionario de honorabilidad sin el *curriculum vitae*. En el caso de que el socio sea una persona jurídica, se requiere la composición del órgano de administración con la identidad y el cargo, sin mencionar su experiencia profesional. Aunque en el modelo de solicitud de CNMV no se indica la necesidad de presentar el certificado de antecedentes penales<sup>218</sup> para los socios, la guía sobre los documentos requeridos subraya que este certificado para todos los accionistas directos e indirectos con participación significativa debe ser aportado junto con el cuestionario de honorabilidad.

Cabe señalar que si el accionista con participación significativa directa o indirecta es una persona jurídica, además de proporcionar la información sobre la estructura administrativa y el cuestionario, hay que aportar información sobre sus medios económicos suficientes, los estados financieros del último ejercicio consolidado, todos los socios con participación

---

<sup>218</sup> El certificado de antecedentes penales debe estar en vigor y revelar los antecedentes en los últimos años de “los países de origen donde el candidato haya desarrollado su actividad profesional en los últimos 10 años”. Véase *Ibid.*, p.6.

significativa indirecta en la plataforma, el grupo de sociedades, la sede central registrada (si se encuentra en otro país), la relación que va a existir entre la plataforma y la persona jurídica, sus accionistas, administradores, directivos y empleados. En definitiva, en la presentación de materiales se debe integrar si los socios con mayor participación tienen alguna vinculación o si la PFP pertenece a un grupo de sociedades.

Otro dato facilitado es el promotor del proyecto de constitución de la PFP, esta persona no debería ser el socio o administrador siempre y cuando esta persona tenga alguna vinculación con la sociedad constituida.

#### 1.4.2.2. Programa de negocio

El programa de actividades (*business plan*) consiste en especificar la serie de servicios que pretende prestar la plataforma. En particular, se requiere, en primer lugar, la elección de los tipos de plataformas entre las plataformas de valores (*obligaciones, acciones ordinarias y privilegiadas u otros valores representativos de capital*), las plataformas de valores (*participaciones de sociedades de responsabilidad limitada*), y las plataformas de préstamos. Una sociedad puede abarcar cualquiera o todas estas modalidades siempre y cuando cumpla todos los requisitos de cada una de ellas.

En vez de denominarlo programa de actividad, sería mejor decir que en este apartado se enfatiza la expresión de las características de los proyectos de financiación participativa porque las plataformas no tienen otra opción que los servicios obligatorios y auxiliares. Una vez que la plataforma seleccione algunos servicios auxiliares o añada más servicios, tendrá que describir los detalles sobre el tipo de inversores y promotores que se van a dirigir, el tipo de proyecto, especialmente el sector de proyecto (aunque esto no se menciona en el modelo de solicitud de la CNMV), el procedimiento y la garantía de la prestación de los servicios con más seguridad. El objetivo de esta parte es asegurar que el conocimiento de la PFP sobre la cualificación de los proyectos, de los promotores, así como de los inversores

sea preciso; concretamente, cómo diferenciar entre los inversores acreditados o los no acreditados, si los promotores de persona física pueden o no publicar su proyecto de préstamos son apartados indispensables en la solicitud.

En el plan de negocio, el balance previsto es también una parte muy importante en la realización de las actividades societarias, por lo que la CNMV pide los datos sobre el volumen de negocio del primer ejercicio añadiendo el alcance exacto de los servicios que se van a prestar, la previsión de balances, las cuentas de pérdidas y ganancias, e incluso los gastos de la autorización.

#### *1.4.2.3. Previsión del funcionamiento de la plataforma*

La información relativa a este apartado revela, principalmente, cómo funciona la plataforma en la actualidad frente a los clientes, así que se requiere detallar las obligaciones de información, obligación sobre los requisitos generales en materia de la cualificación de los promotores y proyectos, la protección del inversor con segmentación de inversor acreditado y no acreditado y el cumplimiento de los requisitos relativos a la comunicación o manifestación previas de la inversión. No obstante, en el formulario de solicitud a la CNMV, la plataforma solo debe especificar la/s persona/s, departamento o área responsable de supervisión, y se menciona que el mecanismo concreto de las obligaciones mencionadas sea incluido en el reglamento interno de conducta.

Ahora bien, el reglamento interno de conducta tiene por objetivo evitar los eventuales conflictos de interés y dotar con mayor claridad de los mecanismos del funcionamiento interno de la sociedad, indicando el régimen de cómo llevar a cabo operaciones personales por parte de la entidad. De hecho, según lo que hemos comentado, este documento se ha convertido en un documento administrativo cuya infracción dará lugar a sanciones administrativas; al mismo tiempo, nos encontramos con que existe un requisito mínimo del contenido del reglamento interno, en tal caso, tampoco podemos considerarlo como un

pacto interno propio de la sociedad. Por lo tanto, el reglamento interno de conducta como una manera efectiva de revisar si la PFP tiene capacidad y contingencia suficiente, deberá ser presentado a la CNMV como material de evaluación sobre la sociedad.

Conforme a la letra i) del art.57 de la LFFE, se destaca el procedimiento y el sistema de pago, especialmente el procedimiento para hacer llegar al promotor los fondos recaudados y para recibir la remuneración de los inversores. De hecho, lo que la LFFE trata de prevenir es la formalización de un “estanque de fondo” (*capital pool*) en mano del intermediario. En tal caso, es una actividad reserva a otro tipo de sociedad, por eso se requiere una separación y una posición neutral de la plataforma en la transmisión de fondos entre sus clientes, con la excepción de la situación de la entidad de pago híbrida debido a que se reconoce que la entidad de pago híbrida es capaz de tener separado el capital de clientes y su propio recurso. Sin embargo, cabe señalar que no se menciona la prohibición de coordinación con la entidad de pago en lo que respecta a los fondos recaudados o remunerados; es decir, la plataforma también tiene la facultad de emitir un mandato o instrucción a la institución de pago para que se encargue del pago o el blanqueo de cuentas.

Adicionalmente, la CNMV extiende este requisito de procedimiento de pago a la descripción del procedimiento de contratación de los inversores, el procedimiento de contratación y facturación de los promotores, los criterios objetivos seguidos para la selección de los proyectos, los criterios de evaluación del riesgo del proyecto, las herramientas y fuentes de información empleadas para la evaluación, los niveles de riesgos como aceptables, los mecanismos de mitigación de los riesgos, así como la descripción pertinente de la selección de los promotores, el régimen jurídico de cada proyecto con detalles del tipo de préstamo, los principales derechos y obligaciones de las partes, los impuestos, el límite del importe y el plazo de recaudación.

La LFFE hace hincapié en la importancia del procedimiento de tramitación de las quejas y reclamaciones por parte de los clientes y los procedimientos para resolverlas, con la

especificación de las personas, departamentos o área responsable según lo requerido por la CNMV.

En el manual de CNMV, se dispone un conjunto de legislaciones además de la LFFE por lo que se subraya una clara organización societaria de la plataforma, al igual que las demás plataformas online. Como, por ejemplo, son indispensables los medios para garantizar la seguridad, confidencialidad, fiabilidad y capacidad de la prestación de servicios por Internet, un plan de la protección de documentación y el compromiso de disponer de este mecanismo. Para implementar este mecanismo, la CNMV pormenoriza este requisito con la exigencia de contar con persona/s o departamento de la sociedad de supervisar el funcionamiento de suficiente protección de los datos transferidos por Internet.

El último documento es el plan de contingencia cuyo objetivo consiste en la previsión del cese de actividad de la plataforma, con el especial compromiso de que los proyectos financiados podrían ser garantizados por la plataforma después de la terminación de la misma. Este mecanismo es muy importante, sobre todo cuando son muchos los casos en los que la plataforma cierra de repente sin ninguna protección para los inversores<sup>219</sup>, aunque tanto la LFFE como la CNMV no publican requisitos específicos para este tipo de documentos.

En general, el plan de contingencia consiste, principalmente, en el correcto ejercicio de derecho de los inversores frente a los promotores, por lo que la PFP debe garantizar, en primer lugar, que en caso de cese de actividad, los inversores mantendrán un derecho directo frente al promotor; en segundo lugar, que la plataforma mantendrá actualizada una copia digitalizada de toda la documentación y la pondrá a disposición de los clientes si fuera necesario; en tercer lugar, que el sistema de gestión y pago seguirá siendo operado por

---

<sup>219</sup> Véase OPINATRON, “Inversión – mis lecciones y opinión sobre esta estafa”, 2020, fecha de consulta 8 febrero 2020, en <https://opinatron.com/investio-lecciones/>.

una entidad externa a la PFP.

## 1.5. Plataformas de financiación híbridas

En la práctica, entre todas las 32 plataformas autorizadas, existe una PFP especial, MytripleA,<sup>220</sup> que también es la única plataforma que dispone de la licencia de entidad de pago concedida por el Banco de España, por lo que dicha plataforma se identifica con la denominación de “plataforma de financiación híbrida”.

### 1.5.1. Naturaleza jurídica de la hibridación

Como hemos reiterado, en España, la PFP se enfrenta a la limitación de la ejecución de actividades reservadas recurrentes<sup>221</sup> a las entidades de crédito; es decir, no puede ejecutar “*la captación de fondos reembolsables del público, [...] en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas*”. Sin embargo, esta limitación no es tan estricta porque con la autorización del establecimiento de la plataforma híbrida, la PFP puede empezar a ejercer la actividad de entidad de pago. Por lo tanto, una plataforma híbrida es un tipo especial de la plataforma de financiación participativa. En otras palabras, cuando la PFP se propone realizar actividades distintas de la selección de proyectos y la comunicación entre los promotores e inversores, puede optar por la prestación del servicio de pago siempre y cuando haya conseguido una autorización administrativa para operar como una entidad de pago. ¿Pero debería una sociedad solicitar

---

<sup>220</sup> Véase MYTRIPLEA, “Invierte en préstamos a empresas”, fecha de consulta 5 junio 2020, en <https://www.mytripleaprestamos.com>.

<sup>221</sup> Como se ha mencionado en el Código de Comercio o en el Código Civil, tanto el depósito como el préstamo dinerario no siempre representan una entidad de crédito, “*lo que no se permite [la LFFE] es que estos contratos [de préstamos o depósitos] dejen de ser operaciones singulares, para convertirse en una “actividad” estable y recurrente; en el “giro o tráfico” propio de la empresa*”, véase J. L. GARCÍA-PITA Y LASTRES, *Plataformas de financiación participativa y “Financial Crowdfunding*,” cit., p. 93.



ser una “entidad de pago híbrida” o una “plataforma de financiación participativa híbrida”?<sup>222</sup> Hasta ahora, solo una PFP está llevando a cabo el servicio de pago, lo que, por otra parte, refleja la dificultad de obtener la autorización para ser una entidad híbrida.

A la vista de las disposiciones relacionadas con la entidad de pago, nos referimos principalmente al Real Decreto 736/2019 de régimen jurídico de los servicios de pago y de las entidades de pago (en adelante, RD 736/2019)<sup>223</sup> y el Real Decreto-ley 19/2018 de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera (en adelante, RD 19/2018)<sup>224</sup>. Según el art. 1 del RD 736/2019, todas las personas jurídicas<sup>225</sup> que prestan cualquier servicio de pago deberán obtener autorización como entidad de pago, excepto algunas entidades de crédito,<sup>226</sup> las entidades de dinero electrónico,<sup>227</sup> la sociedad estatal de correos y Telégrafos, SA, las autoridades públicas, así como las personas bajo el régimen de exención de las entidades de pago<sup>228</sup>. Por ello, en caso de que la entidad proporciona el servicio del ingreso o retirada de efectivo de una cuenta de pago, la transferencia de fondos, la ejecución de operaciones de pago, la emisión de instrumentos de pago, el envío de dinero, los servicios de iniciación de pagos o de información sobre

---

<sup>222</sup> La diferencia entre una entidad de pago híbrida y una PFP híbrida determina el “fenotipo dominante” de los regímenes jurídicos para este tipo de concepto. Véase *Ibid.*, p. 211.

<sup>223</sup> España. Real Decreto 736/2019, de 20 de diciembre, de régimen jurídico de los servicios de pago y de las entidades de pago y por el que se modifican el Real Decreto 778/2012, de 4 de mayo, de régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico, y el Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. *BOE*, 24 de diciembre de 2019, núm. 308, p. 139686-139734.

<sup>224</sup> España. Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera. *BOE*, 24 de noviembre de 2018, núm. 284, p. 114474-114568.

<sup>225</sup> De conformidad con el art. 3, apartado 14 del RD 19/2018, las entidades de pago se refieren a una persona jurídica, aunque el art. 1 del RD 736/2019 indica “*toda persona que se proponga prestar servicios de pago, deberá obtener autorización como entidad de pago*”.

<sup>226</sup> “*Las entidades de crédito a que se refiere el artículo 1 de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, incluidas las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras, tanto si las administraciones centrales de esas sucursales están ubicadas en el interior de la Unión Europea como si lo están fuera de ella*”, véase el art. 5.1.a) del RD 19/2018.

<sup>227</sup> Véase el art. 2.1 b) de la Ley 21/2011, de 26 de julio, de dinero electrónico.

<sup>228</sup> Véase el art. 15 del RD 19/2018.

cuentas, será considerada como entidad de pago (art. 1 del RD 19/2018), y estas actividades son precisamente las que realiza la entidad de pago en el negocio de la PFP.

Al mismo tiempo, la LFFE indica que “[s]on plataformas de financiación participativa las empresas autorizadas” y las entidades deberán incluir la denominación “plataforma de financiación participativa” en su denominación social,<sup>229</sup> es decir, después de la inscripción en la CNMV, la sociedad es considerada como una plataforma de financiación participativa, un tipo especial de compañía. Aunque los art. 52 y 55 de la LFFE mencionan el permiso para ejercer la actividad propia de una entidad de pago híbrida, no se especifica si se pierde la naturaleza jurídica de la PFP.

Ahora bien, el art. 23 del RD 736/2019 indica que “[l]as entidades de pago que, además de prestar servicios de pago conforme el art. 1.2 del Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, desarrollen alguna otra actividad económica cuyo volumen de negocio sea, a juicio del Banco de España, relevante en términos de riesgo o de beneficios obtenidos, [...] tendrán carácter híbrido”, y en coherencia con la definición de las entidades de pago, una vez que se presta el servicio de pago, tendrá la consideración de entidad de pago, y si se desarrolla cierta actividad económica, tendrá la consideración de entidad de pago con carácter híbrido<sup>230</sup>.

---

<sup>229</sup> Considerando que la certificación de reserva de denominación debe presentarse en el momento de solicitar la autorización ante la CNMV con los datos actualizados, la sociedad siempre pone P.F.P en su denominación al principio. No obstante, la certificación solo tiene una validez de seis meses, así que también puede hacerse el cambio de denominación “con la autorización, pero aún sin inscripción”, véase E. MORENO SERRANO, “Cuestiones jurídicas derivadas de la aplicación del «crowdfunding»”, cit., p. 257.

<sup>230</sup> Si retrocedemos un poco a la normativa antigua, el Real Decreto 712/2010, de 28 de mayo, de régimen jurídico de los servicios de pago y de las entidades de pago (BOE, 29 de mayo de 2010, núm. 131, p. 46510-46531), en el que se utiliza la expresión “entidad de pago híbrida” en el Título V, y la LFFE sigue la misma expresión de “entidad híbrida”, pero en el último documento del RD 736/2019, se deja esta denominación en todo el texto. Lo que entendemos de esta modificación es que, se pretende evitar una imagen falsa de la creación o constitución de un nuevo tipo de entidad debido a que la entidad de pago híbrida sigue perteneciendo a la categoría de entidad de pago con cierto tratamiento diferente por su carácter híbrido.

Por ello, entendemos que la entidad híbrida está sujeta a ambas regulaciones, a la ley relativa a las entidades de pago y la ley derivada de la PFP. El art. 11 de la LFFE propone claramente el supuesto de autorización de las entidades híbridas, pero estas entidades serán consideradas “entidades de pago híbridas” con una única autorización específica corresponderá al Banco de España. Pero ningún artículo de la LFFE aclara si la sociedad de carácter híbrido con la financiación participativa es una plataforma híbrida.

Así que, de hecho, la combinación del servicio de pago y el servicio de intermediación en la financiación participativa da lugar a una combinación rígida de dos mecanismos distintos y deja las PFP sin regulación específica en la LFFE. Por ello, a pesar de que tienen el nombre de “entidad de pago con carácter híbrido” dichas PFP, no tienen el mismo tratamiento que la mezcla de entidad de crédito e institución de pago.

#### 1.5.2. Requisitos para ejercer la actividad

En principio, es necesario conocer qué entidades tienen la oportunidad de ejercer la actividad de PFP y el servicio de pago.

En el capítulo V del RD 736/2019 se define y explica específicamente la organización de una entidad de pago de carácter híbrido. Ante todo y como ya se ha indicado, la entidad debe desarrollar alguna actividad económica además del servicio de pago, es decir, la actividad económica debe satisfacer la premisa de que su volumen de negocio, a juicio del Banco de España, es relevante en término de los riesgos o de beneficios obtenidos, y que esta sea distinta de la prestación de servicios de pago. De acuerdo con lo dispuesto en el art. 46 de la LFFE, la actividad de la PFP consiste en poner en contacto a una pluralidad de personas y en realizar servicios de recepción, selección y publicación de proyectos, así como en el desarrollo, establecimiento y explotación de canales de comunicación. A estos efectos, la actividad económica de la PFP puede combinarse con el servicio de pago y así alcanzar el carácter híbrido.

### 1.5.3. Requisitos de la solicitud

Acerca de los requisitos que debe cumplir la entidad de pago de carácter híbrido, con carácter principal conviene recordar que han de ajustarse a las exigencias establecidas para las entidades de pago, tal y como se desprende del art. 23 del RD 736/2019. Los documentos justificativos abarcan programa de actividades, un presupuesto para los tres primeros ejercicios, un capital social de más de 125.000 euros,<sup>231</sup> los mecanismos de protección de los usuarios, contingencias de incidentes de seguridad, procedimiento de acceso a su servicio, mecanismos de continuidad de la actividad, de la recopilación de los datos estadísticos, política de seguridad, organización administrativa y accionarial, estatutos sociales, información sobre los auditores responsables, entre otros documentos enumerados en el art. 2.1. del RD 736/2019.

Además de dicha documentación, existen tres previsiones específicas más, previstas para la solicitud de aprobación de una entidad híbrida. En primer lugar, hay que presentar la información sobre los “directores generales”, principalmente la identidad, documentos acreditativos de su honorabilidad, de su experiencia y de los conocimientos necesarios. Sin embargo, debe hacerse una distinción clara y precisa entre *“los que vayan a tener responsabilidad directa en la prestación de servicios de pago y los restantes”* (art. 23 del RD 736/2019).

¿Qué significa “los restantes”? Según la explicación literal de esta frase, están los directores generales que administran la prestación de servicios de pago y, al mismo tiempo, existen los directores generales que ocuparse del resto de los servicios de la sociedad. Como

---

<sup>231</sup> De conforme con el art. 19.1 del RD 19/2018, en caso de que la entidad de pago solo preste el servicio de envío de dinero (art. 1.2.e), su capital será superior a 20.000 euros; en caso de que la entidad preste el servicio de iniciación de pagos (art.1.2. g), su capital no será inferior a 50.000 euros; en caso de que la entidad preste el resto de servicio, deberá disponer de más de 125.000 euros. En nuestro caso, la gestión de las cuentas de los clientes no solo indica un envío de dinero o iniciación de pagos, sino una combinación de ingreso de efectivo, distribución de dividendos, transferencia de fondos, etc. así que entendemos que el capital inicial debe ser superior a 125.000 euros para la PFP híbrida.

hemos sabido, los directores se encargan de la responsabilidad de la gestión de todas las actividades cotidianas de la sociedad; por lo tanto, el RD 736/2019 requiere básicamente una separación de poderes entre los directores generales. De ahí que es necesario contar con un órgano de directores que debe estar dotado de al menos dos directores generales, y uno de ellos se encarga únicamente del servicio de pago cuando el resto de los directores pueden hacer cosas extras como la recepción de proyectos o comunicación entre los clientes. Sobre todo, los restantes se refieren a los servicios combinados con el servicio de pago, y la normativa tiene por objeto designar un director general que es exclusivamente responsable por el servicio de pago. En línea con esto, la normativa también requiere la separación de las responsabilidades adquiridas en el ejercicio de las actividades de pago y otras actividades económicas. En el caso de PFP, aunque no existe este tipo de restricción, el director gestor del servicio de pago de la PFP también debe responder separadamente la responsabilidad correspondiente a la actividad exclusiva.

La segunda información exigida está relacionada con el gobierno corporativo de la entidad. Así, los mecanismos apropiados de gestión del riesgo y contabilidad, la gestión de las obligaciones en relación con el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo, la descripción sobre externalización de función y el pago nacional o internacional. Esta categoría de información tiene por objeto evitar los posibles deterioros a los intereses de los usuarios sujetos del servicio de pago debido a la mezcla de servicios, lo cual no se menciona en la LFFE.

En última instancia, la entidad de pago híbrida debe delinear sus actividades económicas y su evolución dentro en un plazo de tres años refiriéndose estas actividades económicas a las actividades de intermediación de financiación participativa. El punto más esencial de la descripción es la vinculación entre estas actividades y las actividades de pago, es decir, la razón por la que tienen que solicitar la entidad de pago híbrida, dado que tienen la

posibilidad de constituir una entidad de pago separada<sup>232</sup>.

En comparación con los requisitos de la solicitud de la PFP, las categorías de contenido son casi las mismas, salvo que es necesario especificar los detalles de la operación del servicio de pago y añadir la razón de la combinación de servicios y la previsión de riesgos propios de la entidad de pago, como el blanqueo de capital, así como aumentar el capital social a 125.000 euros sin que se le permita tener garantías de la misma protección. Por ello, las sociedades deben estudiar en detalle todos los requisitos de la solicitud de la entidad de pago híbrida incluyendo tanto la documentación requerida para la prestación de servicio de pago como la de la financiación participativa, a fin de evitar conflictos entre ellas, como, por ejemplo, el requisito de capital inicial.

#### 1.5.4. Poder de autorización y supervisión

Por lo que se refiere al procedimiento de autorización, ambas regulaciones disponen de los procesos y registros distintos, uno en la CNMV y el otro en el Banco de España, y se requiere la publicación de las informaciones relevantes en la página web correspondiente de cada autoridad. Ahora bien, la inscripción en la CNMV es anterior al registro en el Registro Mercantil para las PFP, la inscripción en el Banco de España sería antes del registro en el Registro Mercantil, ¿cuál de ellas tiene prioridad entre la CNMV y el Banco de España? Pensamos que ninguna de ellas tiene prioridad y la plataforma puede realizar ambas inscripciones a la vez si cumple todos los requisitos. Además, la separación del procedimiento de autorización agiliza el proceso de autorización porque la aprobación de la CNMV no se obtiene hasta pasados 6 meses, mientras que la del Banco de España se obtiene en 3 meses, lo que supondría una demora de 9 meses en caso de no estar separados los procedimientos. Por último, el hecho de que los procedimientos sean

---

<sup>232</sup> Véase el art.24.1 del RD 736/2019. En el caso de que las distintas actividades perjudiquen o puedan perjudicar el servicio de pago, la entidad de carácter híbrido deberá constituir una entidad independiente para el servicio de pago.

independientes permite que las PFP añadan el servicio de pago a su actividad en el futuro o que las entidades de pago realicen la intermediación de financiación después de unos años de operación. En tal caso, las entidades tienen posibilidad de solicitar solamente una autorización más con el previo permiso de la autoridad antigua, la CNMV o el Banco de España, respectivamente.

Tras haberse registrado como entidad de pago híbrida, la plataforma se enfrenta a la supervisión del Banco de España. Debe solicitar la autorización previa para llevar a cabo la modificación de los estatutos sociales en el caso de que el servicio de pago se vea afectado, el depósito de cuentas anuales separadas del servicio de pago. En este sentido, el Banco de España únicamente ha resuelto los problemas relativos al servicio de pago, pero la supervisión de otras actividades está bajo el control de otras autoridades que, en nuestro caso, corresponde a la CNMV.

Sin embargo, la CNMV no proporciona tantos detalles sobre la supervisión de la entidad híbrida, es decir, los requisitos de supervisión, control o inspección se centran en todas las actividades realizadas por la PFP. A estos efectos, la presentación de las cuentas anuales, la autorización de modificación de los estatutos sociales, el cambio de director general del servicio de pago, entre otros asuntos, todos son supervisados por la CNMV. Por ello, la CNMV, aunque no tiene facultad sobre el mercado de servicio de pago, sí que, realmente, controla este tipo de información, lo cual consideramos innecesario.

Si el poder de control atribuido al Banco de España tiene un alcance claramente delimitado a las actividades relacionadas con el servicio de pago, ¿por qué la CNMV no limita su ámbito de supervisión únicamente a las actividades de intermediación? Ello redundaría en una mayor eficacia de la tarea de la CNMV y, a la par, permitiría establecer una colaboración intensa con el Banco de España. Por otro lado, las entidades se verían favorecidas por una mayor libertad, pero siempre sujetas a control.

## 2. LOS PROMOTORES

### 2.1 El concepto legal de promotor

El promotor, uno de los sujetos más importantes en la relación de financiación colectiva, se refiere a “*personas físicas o jurídicas, que solicitan la financiación en nombre propio*”<sup>233</sup> cuyo objetivo es “*destinar la financiación [...] exclusivamente a un proyecto concreto*”<sup>234</sup>, y el “proyecto” debe ser un proyecto de financiación participativa<sup>235</sup>. De ahí que podamos concluir que tanto las personas físicas como las personas jurídicas tienen la oportunidad de publicar la oferta en la PFP, siempre que tengan su propio proyecto, en vez de reinvertir en otro proyecto empresarial o de créditos.

#### 2.1.1. El promotor persona física

De acuerdo con el art. 67, apartado 1, mientras el individuo tenga su residencia fiscal en España o en otros estados de la Unión Europea, puede recaudar fondos en las PFP de España. Por esta razón, no hay que preocuparse tanto por la unificación del criterio de financiación participativa en toda Europa. Por otra parte, cabe señalar que el criterio de identificación del promotor no es la nacionalidad, sino la residencia fiscal<sup>236</sup>, es decir, el alcance del promotor es más amplio.

En cuanto a los proyectos que puedan solicitar las personas físicas, habida cuenta de que éstas no pueden ser una sociedad de responsabilidad limitada, no tienen poder de emitir

---

<sup>233</sup> Art. 49, letra b) de la LFFE.

<sup>234</sup> Art. 49, letra c) de la LFFE.

<sup>235</sup> Véase Art. 46 de la LFFE.

<sup>236</sup> En el art. 9 de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio (BOE, 29 de noviembre de 2006, núm. 285, p. 41734-41810), se utiliza “residencia habitual” para referirse la “residencia fiscal”. Cuando el contribuyente permanezca más de 183 días durante el año natural en territorio español, se considera que tiene su residencia habitual en España.



valores u obligaciones, así que en principio lo que llevan a cabo es un proyecto de préstamos. En este caso, el promotor es un “prestatario”. En la medida en que se permitirá la publicación de proyectos promovidos por personas físicas, se prohíbe la posibilidad de dedicar la financiación a terceros que actúen las actividades de entidades de crédito<sup>237</sup> o que incorporen proyectos garantizados hipotecariamente con la vivienda habitual del prestatario; esta cláusula es especialmente diseñada para la persona física.

En el caso de que el promotor sea persona física, será inevitable la discusión sobre la condición de que el promotor actúe en consumidor, dado que la financiación recaudada puede destinarse al tipo de consumo (art. 49.c) de la LFFE, y esta diferencia en la identificación da lugar a diferentes obligaciones y responsabilidades, incluidas las prohibiciones. Por ejemplo, se prohíbe a los promotores que tengan la consideración de consumidor solicitar el préstamo o crédito con garantía hipotecaria<sup>238</sup>, con independencia de que la hipoteca recaiga o no sobre la vivienda habitual. Ello deriva tanto de la tutela de los promotores como de la protección de inversores.<sup>239</sup>

El legislador tiene especial cuidado de la protección de las partes vulnerables y el orden del mercado entre todos los asuntos, a saber, la existencia de información asimétrica y la deficiente evaluación de la solvencia del promotor son causas más complejas para la protección de inversores, especialmente en el proyecto de préstamos entre personas. Si se trata del préstamo de una persona física, aunque el promotor no disponga de la información de la sociedad, deberá incorporar el currículum vitae, el domicilio a efectos de notificación, y las descripciones de su situación económica, especialmente el endeudamiento.

---

<sup>237</sup> Véase F. ZUNZUNEGUI, “Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)”, cit., p. 17. El autor indica que la financiación de persona física debe ser en nombre propio para evitar la captación de fondos reembolsables al público y realizar actividad reservada a las entidades de crédito. Véase también M. CUENA CASAS, “Crowdlending o préstamo en masa y evaluación de la solvencia del promotor de la financiación”, cit., p. 22.

<sup>238</sup> Véase el art. 87 de la LFFE.

<sup>239</sup> Véase M. SÁNCHEZ RUIZ, “Deberes legales y conflictos de intereses de las plataformas de financiación participativa”, cit., p. 14.

### 2.1.2. El promotor persona jurídica

Únicamente podrán publicarse los proyectos cuyos promotores sean personas jurídicas válidamente constituidas en España o en otro Estado miembro de la Unión Europea. La exigencia de que la persona jurídica esté “válidamente constituida” revela que no permite que una sociedad en formación solicite por este medio sin una inscripción registral. Por otra parte, se requiere que el “lugar de constitución” sea España u otros Estados miembros en lugar de pedir el núcleo principal o la base de actividades. Por lo tanto, una vez que se constituye una sociedad promotora y se traslada fuera de la Unión Europea, pueda ser una promotora protegida por la LFFE; pero cuando la sociedad se ha constituido en otro país y se traslada a la Unión Europea, no puede emitir una convocatoria de financiación.<sup>240</sup> Además, en la modalidad de inversión, el promotor se refiere únicamente a las sociedades de capital<sup>241</sup>. Respecto de las cuales se cumplen también los requisitos que expondremos seguidamente.

En primer lugar, los promotores deben constar debidamente identificados y cumplir, como mínimo, los requisitos en los términos señalados en el art. 78 de la LFFE<sup>242</sup>. El motivo de esta primera verificación será asegurarse de que el promotor se encuentra debidamente identificado. Hay que destacar que muchas estipulaciones son excesivamente generales. Por ejemplo, en cuanto a la situación financiera, ¿se refiere a las cuentas anuales del ejercicio anterior o de los años relevantes o a la forma de organización social?, ¿también está obligada a revelar la pertenencia a un grupo empresarial? Además, la información

---

<sup>240</sup> Véase E. MORENO SERRANO, “Cuestiones jurídicas derivadas de la aplicación del «crowdfunding»”, cit., p. 257.

<sup>241</sup> Considerando que los proyectos solo pueden ser “*instrumentalizados mediante la emisión de acciones o participaciones sociales u otros valores representativos del capital social*”, siendo las sociedades de capital los únicos sujetos que pueden llevar a cabo esta actividad. Véase P. PRENDES CARRIL, “Régimen jurídico-societario del crowdfunding en la Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial”, en Alfonso Martínez-Echevarría, Francisco Pañeda Usunáriz (eds.) *Las plataformas de financiación participativa -crowdfunding-*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2018. p. 233.

<sup>242</sup> Los datos requeridos por el art. 78 son muy detallados, como, por ejemplo, el órgano social y el plan de actividades de la sociedad, el currículum vitae de los administradores y directores, el número de empleados, así como el endeudamiento y estructura del capital social.

requerida no solo contiene la descripción o el certificado de la sociedad, sino que también abarca el currículum vitae de los administradores y directores. Por lo tanto, entendemos que el requerimiento de transparencia en la financiación colectiva es muy alto<sup>243</sup>.

En segundo lugar, de conformidad con lo dispuesto en el art. 67 de la LFFE y en coherencia con el requisito de la redacción del currículum vitae, se solicitará a los promotores una declaración responsable según la cual sus socios, administrador/es y/o miembros del consejo de administración no se encuentren inhabilitados<sup>244</sup> conforme a la Ley 22/2003 Concursal<sup>245</sup> (en adelante, “Ley concursal”), o normativa equivalente de otros Estados de la UE, ni se encuentran “*cumpliendo condena por la comisión de delitos o faltas contra el patrimonio*<sup>246</sup>, *el blanqueo de capitales, el orden socioeconómico, la Hacienda Pública y la Seguridad Social*”. De este modo, el motivo de esta segunda comprobación será asegurarse de que el promotor y sus socios, administradores y/o directivos responsables cuentan con una trayectoria profesional transparente y acorde con los estándares legalmente exigidos.

---

<sup>243</sup> En comparación con las exigencias del folleto informativo de Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPA), Emisiones, Ofertas públicas de venta y suscripción de valores (OPV/OPS) y folleto de admisión, se requiere la identificación de los administradores, pero no se menciona nada sobre su currículum vitae.

<sup>244</sup> Según la Ley concursal, “[L]a “inhabilitación” se reserva para los supuestos de concurso calificado como culpable”, así que solo en el caso de que haya sociedad concursada previa a la financiación, se inicia la investigación sobre la inhabilitación de las personas relevantes. Con respecto a la inhabilitación derivada del concurso culpable, en primer lugar, siempre que forme o reabra la sección de calificación como consecuencia de la apertura de la fase de liquidación, el juez puede averiguar la responsabilidad principalmente de los administradores, así como de los liquidadores, los apoderados, la concursada y los socios con el fin de cubrir total o parcial del déficit. En este sentido, el concurso culpable consiste en “*analizar la conducta del concursado y determinar si la misma merece el reproche jurídico que el legislador ha situado en la existencia de una actuación dolosa o culposa grave en la generación o agravación del estado de insolvencia*”, véase J. HERNANDO MENDÍVIL, *Calificación del concurso y coexistencia de las responsabilidades concursal y societaria*, Editorial Bosch, Barcelona, 2013. A partir del frecuente análisis sobre la responsable en el estudio de acto u omisión, culpa grave o dolo, daño y el nexo causal entre la conducta y el daño, la Ley concursal nos ofrece otras posibilidades, el art. 164.2. menciona seis situaciones de *iuris et de iure* y el art. 165 indica cuatro presunciones de *iuris tantum* en material de culpabilidad.

<sup>245</sup> España. Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. *BOE*, 10 de julio de 2003, núm. 164, p. 26905-26965.

<sup>246</sup> Con la aprobación de la Ley Orgánica 1/2015, de 30 de marzo, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal (*BOE*, 31 de marzo de 2015, núm. 77, p. 27061-27176), se ha suprimido la expresión “faltas”, entonces lo que se refiere el art. 67 son los delitos contra el orden socioeconómico, contra el patrimonio, etc., y las conductas que se englobaban en el tipo de faltas se convierten en delitos leves del art. 13.4 de la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal (*BOE*, 24 de noviembre de 1995, núm. 281, p. 33987-34058).

Adicionalmente, en caso de considerarse oportuno, el personal de la PFP también podrá valerse de fuentes de información adicionales tendentes a identificar debidamente a los promotores de los proyectos que hayan presentado su candidatura, tales como la consulta de registros públicos o privados, búsqueda en redes sociales, búsqueda online de datos relativos a promotores, socios, administradores y/o directivos, etc. Aunque ello no es, en realidad, una obligación impuesta a la PFP, en caso de afrontar una situación de responsabilidad, la plataforma puede aducirla como una causa de exención de responsabilidad, ya que se habría ajustado a la debida diligencia en la evaluación de promotores.

De todas formas, independientemente de que el promotor sea una persona física o jurídica, la correcta identificación del promotor será en todo momento un requisito previo indispensable para determinar la candidatura de un proyecto, de modo que en ningún caso se avanzará a la fase siguiente de la evaluación si no se considera que se dispone de información suficiente. Por ello, la mayoría de las PFP estudian al promotor antes del estudio de los proyectos con el fin de economizar el gasto, tanto para la plataforma como para los promotores.

## **2.2. Las modalidades de proyectos de la financiación participativa**

En esta parte, tratamos de las modalidades de la financiación participativa reguladas en España, ya que algunas formas del crowdfunding no están incluidas en la LFFE y se adoptan las clasificaciones diferentes, por lo tanto, es necesario determinar qué ha impulsado al legislador español a excluirlas.

La Exposición de Motivos de LFFE indica que *“las figuras en las que prime el componente financiero de la actividad o [...] en las que el inversor espera recibir una remuneración dineraria por su participación”* están sujetas a regulación, es decir, se excluyen del ámbito de aplicación de la LFFE los proyectos de donación y recompensa. Esta delimitación, según

algunos autores,<sup>247</sup> se plantea porque existe una urgencia de actuación regulatoria para apoyar la financiación alternativa y proteger los retornos económicos de los inversores. No podemos negar la importancia de la regulación de regular las actividades llamamos más “económicas”, pero tampoco es preciso olvidarnos el resto de las modalidades donde cada día más los inversores pierden su inversión o donación con cargas apropiadas. Por lo que creemos que la razón más importante que el aspecto económico es que el crowdfunding de donación puede ser incluida en la regulación de donación mientras que el de recompensa puede ser regulada por las normas en materia de compraventa o donación, en función de la forma de la recompensa.

### 2.2.1. Proyectos de valores

De conformidad con lo anterior, la PFP podrá publicar proyectos articulados mediante la emisión o suscripción de obligaciones, o está prevista la emisión o suscripción de acciones ordinarias, privilegiadas u otros valores representativos del capital social de ningún tipo de entidad distinta a las sociedades de responsabilidad limitada, como derechos de opción o deuda convertible<sup>248</sup>. Sin embargo, otras modalidades que hemos indicado en el Capítulo I, apartado 3, como el proyecto basado en cuenta partícipe no entra en el marco de discusión de la regulación de LFFE.<sup>249</sup>

---

<sup>247</sup> M. FLORES SEGURA, “La tipología de inversores en las operaciones de financiación participativa o «crowdfunding»”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 150, 2018. p. 91-92; T. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, “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*, 5, 2014. p. 3.

<sup>248</sup> S. ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, “El «equity crowdfunding» o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación”, cit., p. 69.

<sup>249</sup> Fue rechazada la inclusión de cuentas en participación tanto en el Congreso como en el Senado cuando presentó una enmienda, como la enmienda núm. 57 del Grupo Parlamentario Catalán (Convergència i Unió) al Proyecto de LFFE en el BOCG, 30 de diciembre de 2014; y la enmienda en el Senado, Grupo Parlamentario Catalán en el Senado (Convergència i Unió), núm. 83, BOCG, 24 de febrero de 2015.

Los proyectos de financiación participativa incluidos en esta categoría deberán respetar los requisitos legales como los demás tipos de proyectos, especialmente en lo que se refiere a su prohibición de prestar servicios de inversión en materia de la recepción, transmisión y la ejecución de órdenes de clientes; así como a la condición de no encontrarse sujetos a la obligación de publicación de un folleto informativo<sup>250</sup> conforme a la normativa del mercado de valores. Por último, en el caso de que los inversores no acreditados inviertan en esta clase de proyectos, estos valores representativos de la sociedad “*no podrán incorporar un derivado implícito*”<sup>251</sup>.

En comparación con el resto de los proyectos, los proyectos que se instrumentan mediante la emisión de valores representan un mayor riesgo para los inversores, por lo que se ha adoptado un requisito más estricto para este tipo de convocatoria, por ejemplo, los inversores que tengan intención de ser acreditados siempre que estas personas físicas o jurídicas contraten un servicio de asesoramiento financiero por parte de una empresa de servicios de inversión autorizada, mientras que pueden solicitar la acreditación en otros proyectos mediante el justificante de importe anual, la experiencia o el rechazo expreso de ser no acreditados.<sup>252</sup>

### 2.2.2. Proyectos de valores de sociedad de responsabilidad limitada

En lugar de invertir en la sociedad anónima, el siguiente proyecto de valores es el de la sociedad de responsabilidad limitada. En la actualidad existen numerosas plataformas que abordan este tipo de inversiones, tanto a nivel español como europeo. Para formalizar este

---

<sup>250</sup> La regulación del folleto información se encuentra en los artículos 34 y los siguientes de la Ley de Mercado de Valores en materia de la realización de oferta pública de venta o suscripción de valores y admisión a negociación de valores en el mercado secundario oficial. A estos efectos, la expresión “*no encontrarse sujetos a la publicación de folleto informativo*” representa que la PFP no puede llevar a cabo las actividades mencionadas.

<sup>251</sup> Véase el art. 50.1. a) de la LFFE.

<sup>252</sup> Véase *infra* p. 147-155 sobre la clasificación de inversor acreditado.

tipo de proyectos, la LFFE hizo una reforma al Real Decreto Legislativo 1/2010 por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, “Ley de sociedades de capital”)<sup>253</sup> para que se posibilite la emisión de obligaciones<sup>254</sup> u otros valores en la sociedad de responsabilidad limitada en el público.<sup>255</sup>

La publicación de proyectos articulados mediante la emisión o suscripción de participaciones sociales en sociedades de responsabilidad limitada tienen las siguientes especialidades.

La complejidad jurídica de los proyectos articulados a través de la emisión o suscripción de participaciones sociales es sustancialmente mayor que la de aquellos instrumentados a través de obligaciones o préstamos, dado que implica la necesidad de suscribir un pacto de socios, asumir la representación de los inversores en sede de junta general de socios de la entidad financiada, hacer un seguimiento y participar en la toma de decisiones corporativas, entre otros asuntos asociados a la sociedad promotora. Asimismo, se trata de un modelo de inversión que por definición es menos líquido que el de proyectos de valores en sociedad anónima, en particular, en una sociedad cerrada, ya que tanto la realización del beneficio como retorno de la misma depende en última instancia de la política de dividendos y eventual venta futura de las participaciones cuya decisión, normalmente, dependerá del resto de socios de la entidad financiada o de un tercero.

---

<sup>253</sup> España. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. *BOE*, 3 de julio de 2010, núm. 161, p. 58472-58594.

<sup>254</sup> Véase el art. 45, la Ley de sociedades de capital queda modificada al artículo 401. Anteriormente solo se mencionaba que “[l]a sociedad anónima y la sociedad comanditaria por acciones podrán emitir series numeradas de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda”, y en la nueva versión se utiliza “las sociedades de capital” en vez de “la sociedad anónima y la sociedad comanditaria por acciones”, garantizando así la oportunidad de emitir obligaciones por parte de la sociedad de responsabilidad limitada.

<sup>255</sup> Esta reforma representa que la sociedad de responsabilidad limitada tiene una nueva naturaleza, que es sociedad cerrada, al permitir que se financie con el ahorro del público. Véase F. ZUNZUNEGUI, “Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)”, cit., p. 20.

### 2.2.3. Proyectos de préstamos

Este tipo de proyecto trata del crowdfunding destinado principalmente a la financiación de proyectos empresariales en los que la aportación en forma de préstamo, o es un préstamo general en efectivo para los proyectos no empresariales, la *crowdfunder* es reembolsada por el promotor del proyecto en los plazos previamente fijados y al tipo de interés establecido, lo que supone la exclusión de aplicación en el *invoice* trading (descuentos de pagarés y facturas) o las obligaciones (que se incluyen en los proyectos de valores). Existen plataformas que se dedican a la financiación mediante préstamo que no implican el pago de ningún interés, pero considerando que el objeto de la regulación de LFFE es la actividad remunerada, los proyectos deben ofrecer alguna posibilidad de interés a los inversores; es decir, se permite un interés flexible a la condición financiera del promotor.

Por estas razones, entendemos que los proyectos articulados mediante instrumentos de deuda, tales como obligaciones o préstamos, independientemente de la casuística concreta de cada uno de ellos, son en general menos complejos jurídicamente que los instrumentalizados a través de la emisión o suscripción participaciones sociales, así como más transparentes y por lo tanto más sencillos de entender para el inversor.

Los préstamos mediante los cuales se instrumenten los proyectos publicados en la plataforma recogerán los principales derechos y obligaciones de las partes, que son comunes a este tipo de contratos. Por ejemplo, la PFP podrá publicar proyectos articulados mediante préstamos, incluidos préstamos participativos, siempre que respeten todos los requisitos legales anteriormente señalados.

En concreto, los proyectos ejecutados mediante préstamos podrán adoptar la forma de “préstamo mercantil”, “préstamo participativo” o “préstamo de consumo”.



En cuanto al primer tipo, el préstamo mercantil solo reconoce el tipo de mutuo,<sup>256</sup> que consiste en un préstamo en dinero o títulos o valores y el deudor deberá devolver la cantidad recibida, con arreglo al valor legal que tuviera la moneda o la misma clase e idénticas condiciones del título o valor en el momento de la devolución.<sup>257</sup> El Código de Comercio limita el préstamo al carácter mercantil siempre y cuando alguno/s de los contratantes sea/n comerciante, que sea/n “*los que teniendo capacidad legal para ejercer el comercio, se dedican a él habitualmente*”<sup>258</sup>, y que las cosas prestadas estén destinadas a actos de comercio, que es una actividad negocial. Además, el préstamo mercantil no es oneroso salvo lo pactado expresamente entre las partes conforme al art. 314 del Código de Comercio, lo que también se ajusta a la regulación general de préstamo establecida en el art. 1755 del Código Civil. Por lo tanto, en el contrato de préstamo de la LFFE, una vez que el promotor cumpla con los requisitos de ser reconocido como comerciante, en forma de persona jurídica o física, y los fondos recaudados se dediquen a su comercio y, además, se haya incluido una cláusula relativa a los intereses del préstamo en el contrato, se considerará como un préstamo mercantil.

Las principales características del préstamo participativo están enumeradas en el art. 20 del Real Decreto-Ley 7/1996 sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica<sup>259</sup>, en el que se indica que la entidad prestamista percibirá un interés variable en función de la evolución de la actividad empresarial y se establece una penalización por amortización anticipada.

---

<sup>256</sup> De conformidad con el art. 1740 del Código Civil, el préstamo mutuo se refiere a que “*una de las partes entrega dinero u otra cosa fungible a la otra, que adquiere su propiedad, asumiendo la obligación de devolver otro tanto de la misma especie y calidad*”. En cambio, otro tipo de préstamo es el préstamo de comodato o préstamo de uso, el objeto de la entrega se ha convertido en una cosa no fungible, así que la devolución es una integración a su titular al vencimiento.

<sup>257</sup> Véase el art. 312 del Código de Comercio.

<sup>258</sup> Véase el art. 1 del Código de Comercio

<sup>259</sup> España. Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica. BOE, 8 de junio de 1996, núm. 139, p. 18977-18988.

En la medida en que se acepta la publicación de proyectos promovidos por personas físicas se admite, en consecuencia, la posibilidad de publicar proyectos instrumentados mediante préstamos al consumo, en el sentido al efecto señalado por la Ley 16/2011 de contratos de crédito al consumo<sup>260</sup>.

Los promotores pueden seleccionar cualquiera de estas formas de préstamo en función del tipo de persona – persona jurídica o física –, el tipo de interés – fijo o variable –, así como el objeto del proyecto. Desde el punto de vista de los inversores, el proyecto de consumo ofrece menor seguridad, pero representa más una relación de apoyo mutuo, el proyecto mercantil es más seguro si se remunera mediante interés fijo, mientras que el proyecto participativo es más inseguro debido al interés variable, pero con una mayor posibilidad de obtener una remuneración más elevada si el proyecto funciona bien.

Todavía cabe agregar que normalmente los prestatarios o la plataforma predisponen las condiciones del préstamo, como el tipo de interés de la financiación, pero existen plataformas registradas que aprovechan la modalidad de subasta<sup>261</sup>, como Grow.ly, para determinar el tipo de interés y seleccionar a los inversores.

### **2.3. Los proyectos de financiación**

Al tiempo de analizar las solicitudes recibidas, se asegurará de que los proyectos cumplen todos los requisitos fijados por la LFFE:

---

<sup>260</sup> España. Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo. *BOE*, 25 de junio de 2011, núm. 151, p. 68179-68212. La Ley 7/1995, de 23 de marzo, de crédito de consumo (*BOE*, 25 de marzo de 1995, núm. 72, p. 9370-9375) fue derogada por esta ley.

<sup>261</sup> En la plataforma Grow.ly, son los inversores los que determinan el tipo de interés del préstamo de un proyecto. El mecanismo consiste en que cada proyecto tiene 20 días para proponer ofertas y luego se ordenan automáticamente por su importe. Una vez alcanzado el 100% del importe, se seleccionan automáticamente las ofertas con el tipo de interés más bajo que cubre la totalidad de la financiación. La plataforma solo propone el límite del tipo de interés máximo entre el 6% y el 8% en función de la evaluación de cada proyecto. Véase GROW.LY, “Guía de inversión”, fecha de consulta 3 febrero 2020, en <https://www.grow.ly/es/inversor/inicio>. p. 6.

### 2.3.1. Destino de la financiación

La LFFE permite que el destino de la financiación sea “*de tipo empresarial, formativo o de consumo*”<sup>262</sup>. El proyecto de carácter empresarial es más fácil de entender y representa una gran parte de los proyectos publicados. En cambio, el proyecto formativo o de consumo se refiere principalmente a los propuestos destinados a una persona física<sup>263</sup>, como, por ejemplo, la compra de un coche o de un televisor. Ciertamente, lo que lleva más discusiones aquí es caso de promotor-consumidor<sup>264</sup> es el proyecto de consumo debido a su ambigua línea de juicio sobre si pertenece a la categoría de consumo; asimismo, el riesgo alto de cumplir compromiso por persona física hace que el proyecto no sea viable.

### 2.3.2. Límites de los proyectos

Existen unos límites como los temporales y cuantitativos de los proyectos para que la financiación pueda completarse eficazmente.

#### 2.3.2.1. Limitación temporal

La LFFE subraya la importancia de establecer un plazo de convocatoria para cada proyecto, ya que es un referente para proceder al reembolso de las cantidades aportadas por los inversores si transcurre este periodo. No obstante, no tenemos una norma legal al respecto, de manera que, en realidad, se trata de una potestad que tiene la plataforma.

Como norma general, y salvo que circunstancias extraordinarias así lo justifiquen, los proyectos no están sujetos a un plazo legalmente fijado sobre la duración del

---

<sup>262</sup> Art. 49 de la LFFE.

<sup>263</sup> Entendemos que el proyecto de consumo solo se dirige a las personas físicas, porque lo que compra la persona jurídica, aunque pueda ser reconocida como consumidor según el TRLGDCU, puede estar dentro de la categoría de un proyecto empresarial o de formación.

<sup>264</sup> Véase R. CARPI MARTÍN, “Crowdfunding en Europa: El difícil equilibrio entre regulación y mercado”, *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, 25, 2017. p. 154.

funcionamiento de los proyectos, ya que únicamente se indica que deberá establecerse una periodicidad de pagos mensuales o anuales, conforme a la tabla de amortización de capital y pago de intereses que a tal efecto se fijará para cada proyecto concreto.

En este sentido, generalmente se establecerá un sistema de amortización para los proyectos de préstamo, compuesto por una tabla de pagos mixta de capital e intereses. No obstante, cuando las circunstancias así lo aconsejen y en función del tipo de proyecto o promotor, podrá valorarse la posibilidad de establecer un sistema de amortización distinto, como, por ejemplo pago progresivo de intereses y devolución del capital a partir de determinada cuota (*mixto*) o devolución del capital al final de la vida del préstamo (*bullet*). Y otros proyectos de valores dependerán del momento de la distribución de los dividendos en la sociedad.

### 2.3.2.2. Limitación cuantitativa

Además del límite temporal, otro criterio para juzgar el éxito de un proyecto es el límite cuantitativo de cada proyecto. En primer lugar, conforme a lo dispuesto en el artículo 68.2 de la LFFE, la plataforma debe comprobar el importe del proyecto a fin de asegurarse de que éste no sea superior a dos millones euros en el cómputo anual; o que no excede de un importe máximo de cinco millones euros cuando está destinado exclusivamente a inversores acreditados. Al mismo tiempo, dentro de la duración de la convocatoria de financiación, se ha alcanzado un mínimo del 90 % del objetivo propuesto, con la posibilidad de conseguir hasta un 125 % respecto a su objetivo inicial<sup>265</sup> (plataformas como Crowdcube<sup>266</sup>).

---

<sup>265</sup> Esta posibilidad ha sido admitida por la LFFE, en su art. 69, apartados 2 y 4, siempre que se informe previamente a los inversores de esta posibilidad y de los supuestos en los que realizan la inversión.

<sup>266</sup> Por ejemplo, el proyecto MUROEXE, con la emisión de participaciones ordinarias, ha logrado 2.500.019 euros, el 125% del importe establecido (2.000.000 euros).

La regulación en materia del importe de la oferta contenida en la LFFE coincide con lo establecido en la LMV. En la LMV se establece la libertad de emitir valores sin ninguna autorización administrativa previa (art. 33), pero hay que tener en cuenta que la oferta de valores por un importe total en la UE debe ser inferior a cinco millones de euros dentro de un período de 12 meses para que se exima la obligación de publicar oferta pública<sup>267</sup> (art. 35). Cabe señalar que el Reglamento 2017/1129, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado (en adelante, Reglamento 2017/1129)<sup>268</sup>, que entró en vigor el diciembre de 2019, requiere la necesidad de publicar un folleto cuando el importe de la oferta es superior a ocho millones euros dentro de 12 meses<sup>269</sup>. En todo caso, tanto si el importe es de dos millones como si es de cinco millones de euros, en la PFP no supone la necesidad de hacerla publicar.

### 2.3.2.3. Limitación de cantidad de inversores

La última limitación es la cantidad de población que podría invertir en un proyecto. El art. 35 de La LMV propone precisamente que, solo en el caso de que la oferta financiada se dirija a menos de 150 personas (sin incluir a los inversores cualificados), goce de la

---

<sup>267</sup> Por oferta pública de venta o suscripción de valores se entiende “*toda comunicación a personas en cualquier forma o por cualquier medio que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen, de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de estos valores*”, véase el art. 35, apartado 1 de la LMV.

<sup>268</sup> Reglamento (UE) 2017/1129 del parlamento europeo y del consejo de 14 de junio de 2017 sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE.

<sup>269</sup> Se ha modificado esta figura y se rebaja a un millón de euros la cuantía por debajo de la que se exime de la obligación de elaborar y publicar el folleto, tal y como establece la Directiva 2003/71, véase también el art. 2, apartado 3 de la Directiva 2003/71, en el que se presenta que “*c) una oferta de valores dirigida a inversores que adquieran valores por un mínimo de 50 000 euros por inversor, para cada oferta separada; d) una oferta de valores cuya denominación por unidad ascienda por lo menos a 50 000 euros; e) una oferta de valores por un importe total inferior a 100 000 euros, cuyo límite se calculará en un período de 12 meses*”.

exención de la obligación de publicación de folletos. Sin embargo, la Ley 5/2021<sup>270</sup> señala que esta limitación únicamente aplica a “*pagarés con plazo de vencimiento inferior a 365 días*”. Por lo tanto, el art. 50 de la LFFE debe interpretarse como no sea obligatorio el prospecto todos los tipos de proyectos.

### 2.3.3. Prohibiciones que afectan a los proyectos

#### 2.3.3.1. Prohibición de publicar más de un proyecto

En primer lugar, conforme a lo dispuesto en el artículo 68.1. de la LFFE, debe asegurarse que el proyecto no se encuentre directa o indirectamente promovido por un promotor que ya haya publicado simultáneamente otro proyecto en la misma página web.

Sin embargo, creemos que no es necesario imponer esta prohibición, especialmente cuando no se prohíbe la publicación simultánea de otro proyecto en una plataforma distinta al mismo tiempo. Por una parte, si tiene por objeto de asegurar que los fondos recaudados se encuentren dentro del margen de la limitación cuantitativa, basta con haber registrado todos los proyectos publicados por cada promotor en un plazo de 12 meses, tal y como lo hace en el panel de los inversores; por otra parte, si se trata de evitar una doble recaudación en un mismo proyecto, es preciso ser más cuidadoso con el contenido sustancial de todos los planes. Es posible que una compañía no tenga un único proyecto, en vez de obligarle a encontrar otra PFP confiable para poner su proyecto y hacer una repetida revisión de los proyectos en otra plataforma, la publicación de otro proyecto simultáneamente en la misma plataforma no parece inapropiada.

---

<sup>270</sup> España. Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. BOE, 13 de abril de 2021, núm. 88, p. 40928-40980.

### 2.2.3.2. Prohibición de la refinanciación

Además de esta prohibición de doble proyecto, LFFE establece más restricciones sobre el contenido de la financiación colectiva. Según el art. 49, el proyecto no consiste en ningún caso en la financiación profesional de terceros, incluida la concesión de créditos y la apertura de préstamos. En comparación con otros supuestos de financiación, las referencias a “profesional” y “terceros” nos llaman la atención.

El requisito de profesionalidad significa que la financiación por terceros puede ser ocasional y no profesional debido a que la consideración de si es profesional o no está relacionada con la consideración de “habitualidad”. Hay que tener en cuenta que la habitualidad no se refiere a la frecuencia de publicar proyectos en la plataforma, sino a la forma en que se utiliza ese fondo después de haber obtenido buenos resultados. Ejemplificando con un caso concreto, es el supuesto de que la persona A solicita una convocatoria de consumo para comprar una bicicleta, y después de la transmisión de los fondos recaudados y comprar la bicicleta, resulta un excedente de capital. Si A presta una cantidad de dinero a una persona, pero solo una vez, no se trataría de una violación de esta cláusula; pero si A pretende prestar dinero a diversas personas o aunque sea a una sola, presta más de una vez, la actividad de préstamo será considerada como una actividad habitual. En el caso de que la persona A sea una persona jurídica, la delimitación de profesionalidad permite que esta compañía lleve a cabo préstamos mercantiles o concesión de créditos.

En lo que respecta a la financiación a terceros, su objeto es subrayar que el promotor debe ser un “cliente final”<sup>271</sup> y evitar así que “se preste la actividad reservada a las entidades de crédito”<sup>272</sup>. Relacionado con esto, tampoco puede prestar la actividad reservada a las

---

<sup>271</sup> Únicamente tenemos esta limitación para los promotores, ya que los inversores pueden ser “acreditados”, en cuyo caso representa que las entidades financieras son un tipo de inversor acreditado, como las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, entre otras.

<sup>272</sup> F. ZUNZUNEGUI, “Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)”, cit., p. 17.

sociedades gestoras, o a las entidades de capital-riesgo, o a otras entidades de inversión de tipo cerrado. Más aún, la emisión o suscripción de valores, obligaciones u otros instrumentos que ya estén regulados en un mercado regulado o en un ámbito regulado en España o en un tercer país es prohibida por la LFFE.

Un fenómeno muy especial que debemos tener en cuenta es la diferencia entre la prohibición de los proyectos de financiación participativa y los proyectos del propio promotor; es decir, se ha prohibido la reinversión con el fondo recaudado, pero no se prohíbe la inversión de la sociedad cuyo objeto social sería esta actividad. Por ejemplo, en la plataforma Adventuree, la compañía Lendmarket, que se dedica a la inversión en el mercado secundario de préstamos, puede llevar a cabo una convocatoria de préstamo con derecho de conversión en capital social<sup>273</sup> dado que el fondo captado en la financiación colectiva forma parte del capital social de la compañía, no es un fondo destinado a la reinversión.

#### *2.2.3.3. Prohibición de la actividad del proyecto*

Además de la comprobación de los requisitos legalmente exigidos por el artículo 68 de la LFFE, el cumplimiento de las siguientes condiciones también es muy importante para el buen funcionamiento de la plataforma:

Por un lado, la legalidad del proyecto. El proyecto no puede estar directa o indirectamente relacionado con cualesquiera actividades relacionadas con sectores no comprometidos con el respeto de los derechos humanos, con la legalidad vigente y/o con la sostenibilidad medioambiental (p. ej. industria miliar, armamentístico, juego, servicios off-shore, industria pornográfica y de entretenimiento adulto, actividades que puedan directa o indirectamente

---

<sup>273273</sup> Véase la página de convocatoria de proyecto de Lendmarket, LENDMARKET, “Convocatoria de proyecto”, *Adventurees*, 2020, fecha de consulta 19 marzo 2020, en <https://www.adventurees.com/lendmarket>.



fomentar del odio, racismo, maltrato animal, etc.). Por ello, la CNMV suele pedir una descripción del tipo de los proyectos destinados a atraer a la PFP en el futuro negocio.

Por otro lado, el objeto del proyecto. En ningún caso se publicarán proyectos destinados a sufragar la situación financiera o de tesorería del promotor, ni aquellos proyectos que tengan por objeto la amortización de deuda, el pago de intereses, o cualquier actuación relacionada con su situación económica, independientemente de su transitoriedad. Este mecanismo es como una protección a los inversores por la condición financiera deficiente del promotor y, por otro lado, evita que los promotores empeoren su condición económica.

#### *2.2.3.4. Garantías en el préstamo*

Se debe agregar que, si se trata de un proyecto de préstamos, sí que permite proporcionar garantías para el préstamo, pero está prohibido incorporar una garantía hipotecaria que grave la vivienda habitual con el fin de evitar la dificultad de ejecutar la garantía en el caso del fracaso del proyecto.

No obstante, en el caso de que los promotores tengan la consideración de consumidores, se les prohíbe solicitar un préstamo o crédito con cualquier tipo de garantía hipotecaria, recaiga o no sobre la vivienda habitual. Obviamente, la falta de garantía es una manera de proteger a los promotores-consumidores mientras que, al mismo tiempo, supone un perjuicio para ellos, puesto que los inversores preferirán, probablemente, otros proyectos que se acompañen de garantía y así les ofrezcan mayor seguridad.

### **3. LOS INVERSORES**

El último interviniente en la relación de financiación colectiva es el inversor. La figura del inversor se desarrolla en los arts. 46 y 49. Según dispone el art. 46, los inversores son *“una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un*

*rendimiento dinerario*”, ya sea a título profesional o no.

Siguiendo esta definición, primero, los proyectos no están dirigidos a un determinado grupo de personas, es decir, los inversores no son específicos, sino generales, el público; segundo, los inversores pueden ser personas físicas o jurídicas, por lo que hay que tener en cuenta la diferencia en las relaciones entre los inversores y los promotores y consecuentemente su protección distinta; tercero, lo que ofrecen los inversores es financiación, en otras palabras, es una inversión dineraria, no se acepta la inversión no dineraria; cuarto, considerando que constituye un tipo de inversión de los inversores, debe existir un rendimiento, y este también debe ser dinerario; quinto, tanto los inversores no profesionales como las personas o entidades profesionales pueden convertirse a inversor en la PFP.

De conformidad con lo dispuesto en los artículos 81 y 84 de la LFFE, los inversores se clasificarán como acreditados o no acreditados en función de las circunstancias que manifiesten en el momento de su inscripción en la página web. Ambos podrán invertir en un proyecto o varios proyectos mediante una única actuación. Como seguidamente veremos, la acreditación no es solo es un juicio sobre la profesionalidad o la habitualidad o no.

### **3.1. Inversor acreditado/no acreditado**

El objetivo de diferenciar a los inversores es el de asegurar el grado de protección en coherencia con la necesidad de protección. En este sentido, entendemos que los inversores acreditados son aquellos que tienen algún conocimiento sobre la inversión u obtienen una cierta cantidad de dinero libre, mientras que los inversores no acreditados son “de carácter minorista”<sup>274</sup>. La LFFE ofrece cinco situaciones en las cuales los inversores son considerados como acreditados y los define como no acreditados por exclusión:

---

<sup>274</sup> Véase M. FLORES SEGURA, “La tipología de inversores en las operaciones de financiación participativa o «crowdfunding»”, cit., p. 93.

### 3.1.1. Criterio de la acreditación

Si se trata de los proyectos de préstamos o participaciones de la sociedad de responsabilidad limitada, excluye los de emisión o suscripción de obligaciones, acciones ordinarias y privilegiadas u otros valores representativos de capital, los inversores pueden ser acreditados cuando:

- Inversor acreditado nato<sup>275</sup>
  - 1) Las personas físicas o jurídicas a quienes se presume la suficiente experiencia, conocimientos y cualificación para tomar las decisiones y valorar los riesgos individualmente<sup>276</sup>.
  - 2) Los empresarios que individualmente cumplan cualquiera condición siguiente:
    - a) Teniendo en cuenta la operación realizada, las partidas del activo supere el umbral de 1 millón de euros.
    - b) Su importe en los últimos doce meses sea más de 2 millones de euros.
    - c) Tienen más de 300.000 euros como recursos propios.

El concepto de “empresarios” hace referencia tanto a las personas jurídicas como a las personas físicas; y el requisito de “individualmente” declara la imposibilidad de formar una unión de varios inversores; además, a juzgar por los datos, como lo que apuntado en el art. 205. 2 de al LMV, “[r]eglamentariamente se podrán determinar los tipos de clientes...”, la

---

<sup>275</sup> En caso de que la Ley atribuye la calificación de inversor acreditado a determinados sujetos, puede denominarlos “inversores acreditados natos”; en cambio, aquellos que necesitan presentar una solicitud previa y concurrir determinados requisitos son “inversores acreditados por solicitud”. Véase *Ibid.*, p. 95.

<sup>276</sup> Véase art. 205 de la LMV y art. 81 de la LFFE que indica “*las personas físicas y jurídicas a las que se refiere las letras a), b) y d) del artículo 78 bis.3 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*”, entre otras, son las entidades financieras, las entidades públicas y los empresarios con determinados requisitos de solvencia patrimonial. Sin embargo, estas disposiciones quedan derogadas, así que nos referimos a la LMV. Las entidades financieras y asimiladas requieren autorización estatal para operar; en concreto, se incluyen las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las entidades aseguradoras o reaseguradoras, las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, las entidades de capital-riesgo (así como otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado). Los inversores públicos integran los Estados y Administraciones regionales, los organismos públicos que gestionan la deuda pública, los bancos centrales, como el Banco Mundial, etc.

LFFE tiene derecho a establecer su estándar de “clientes profesionales”. Cabe señalar que la LFFE ha rebajado los umbrales de acceso al inversor acreditado<sup>277</sup> y que ha suprimido los requisitos previstos en la anterior LMV.<sup>278</sup>

- Inversor acreditado por solicitud a petición

Los inversores del proyecto de emisión de participaciones de la sociedad de responsabilidad limitada o proyecto de préstamo general también pueden solicitar ser inversor acreditado, aunque no estén acreditados como clientes profesionales.

- 1) Las personas físicas que individualmente cumplan las tres condiciones siguientes:
  - a) Tener unos ingresos anuales<sup>279</sup> superiores a 50.000 euros o un patrimonio financiero<sup>280</sup> de más de 100.000 euros.
  - b) Solicitar previamente ser considerados como inversores acreditados.
  - c) Renunciar expresamente a ser tratados como inversores no acreditados.
- 2) Las pequeñas y medianas empresas y las personas jurídicas no mencionadas han de haber solicitado previamente ser consideradas como inversores acreditados y renunciado a ser inversores no acreditados.

---

<sup>277</sup> Véase E. MORENO SERRANO, “Configuración jurídica del crowdfunding como forma alternativa de financiación”, en Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González-Serrano (eds.) *Crowdfunding: Aspectos legales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2016. p. 55.

<sup>278</sup> Este artículo de LFFE viene del art. 78 bis.3 letra c), “[l]os empresarios que individualmente reúnan, al menos, dos de las siguientes condiciones: 1. que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros; 2. que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros; 3. que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros”. Por ello, lo que intentan realizar los legisladores es reducir la dificultad de acreditarse en comparación con la de ser clientes profesionales.

<sup>279</sup> Pensamos que debería ser uno ingreso anual neto, ya que el neto es un preciso indicio de la condición financiera de una persona física. Véase también M. FLORES SEGURA, “La tipología de inversores en las operaciones de financiación participativa o «crowdfunding»”, cit., p. 98. En cambio, lo más valorable es el flujo de la sociedad, así que, en el caso de una persona jurídica, suele ser más importante el importe que el beneficio económico del último ejercicio.

<sup>280</sup> Hay que tener en cuenta que se trata de un patrimonio “financiero”, que se refiere a aquel patrimonio disponible para ser invertido en cualquier forma, pero en principio no podemos contar con los bienes inmateriales debido a que es muy difícil evaluar su valor y entender el patrimonio de una persona.

Considerando que la segmentación de solicitud se basa en la división entre “persona física” y “pequeñas y medianas empresas y personas jurídicas no mencionadas”, es dudoso que si una persona física empresaria pertenece a la primera o a la segunda categoría. La razón por la que se plantea esta cuestión es que la complejidad de estos dos requisitos es distinta: las personas físicas tienen que cumplir el umbral de ingresos anuales o de patrimonio, mientras que en el caso de las pequeñas y medianas empresas y las personas jurídicas, el justificante de condiciones económicas no es necesario. Nos inclinamos por la explicación de que en el primer tipo caben todas las posibilidades de las personas físicas, y el segundo tipo se refiere únicamente a la persona jurídica o a quienes adopten la forma societaria.<sup>281</sup> Por este medio, es más conveniente juzgar la condición de empresario o no.

Otros dos requisitos son los mismos tanto para las personas físicas como para las personas jurídicas: la realización de la solicitud previa y la renuncia a ser no acreditado. Al respecto, hay que tener en cuenta, en primer lugar la fecha a que se refiere “previa”. Esta fecha hace referencia a la fecha en que se produce el registro como inversor, ya sea cuando el inversor invierte en un proyecto concreto, o en el momento en que no ha participado en ningún proyecto anteriormente con la identificación de no acreditado<sup>282</sup>. Tendemos a la segunda explicación de que antes de invertir en cada proyecto, los inversores deben hacer constar las declaraciones mencionadas.

A través de esta explicación, los inversores tienen más libertad para determinar si en un proyecto concreto quieren sufrir un riesgo más elevado. Además, en coherencia con la regulación sobre la pérdida de la certificación de acreditación una vez que se renuncia a

---

<sup>281</sup> Existe autor que comparte la misma conclusión. Véase también M. FLORES SEGURA, “La tipología de inversores en las operaciones de financiación participativa o «crowdfunding»”, cit., p. 97-99.

<sup>282</sup> Véase *Ibid.*, p. 99. En este artículo, la autora cree que el trámite de solicitud “se produzca antes de la realización de cualquier participación, esto es, antes de que el sujeto en cuestión participe activamente en cualquier proyecto (reitera este requisito el art. 84.1 LFFE). No cabe, en consecuencia, que un sujeto participe en un proyecto ostentando, en ese momento inicial, la condición de inversor no acreditado, y que posteriormente, solicite el cambio a inversor acreditado”.

tenerla, y la validez de la acreditación es dentro de los doce meses contando desde la última inversión, nos encontramos con que los inversores pueden optar por el proyecto de riesgo moderado y beneficio elevado y solicitar la acreditación; después del éxito de este proyecto, pueden volver a ser no acreditados frente a otros proyectos normales, pero después de doce meses. Así que, por un lado, no hace falta solicitar la acreditación al inicio del registro para que no se pierda la aprobación después de doce meses sin inversión y por otro lado, cumple el requisito de limitación de inversión dentro de un año.

Por otra parte, el art. 84.1 de la LFFE solo impone la obligación de emitir advertencia a los inversores antes de operar por primera vez las inversiones, y no limita la posibilidad de ser no acreditado al principio del registro o de la inversión. Por último, el diseño de establecimiento de un mecanismo de solicitud-renuncia-reobtención de la autorización refleja que el sistema de evaluación es muy flexible; adicionalmente, los proyectos de inversión siempre duran más de un año, es decir, dentro de ese tiempo, los inversores solo pueden ser no acreditados a pesar de que el próximo año tendrían ingresos anuales suficientes para ser acreditados. Por eso, si lo limitáramos al hecho de que no se haya participado en ningún proyecto anteriormente, no sería necesario ni justo para los inversores.

En segundo lugar, la solicitud de acreditación no puede, por supuesto, sustituir implícitamente la renuncia a ser no acreditado. En otras palabras, el solicitante debe manifestar expresamente su desistimiento. Sin embargo, esto no significa que la solicitud y la manifestación de renuncia no pueden incluirse en un solo documento, siempre que los inversores reconozcan estos dos requisitos por separado.

Por último, aunque no se establece como una obligación para los inversores, sino para la plataforma,<sup>283</sup> los inversores deben manifestar también que son conscientes del riesgo de

---

<sup>283</sup> Según el art. 84.1 de la LFFE, la PFP obligará a los inversores a realizar esta manifestación.

ser acreditado antes de invertir por primera vez, es decir, en el proceso de re-obtención de autorización, no hace falta esta manifestación.

Si tratamos de las plataformas de valores, participaciones o préstamos, existe una tercera opción:

- 3) Las personas físicas o jurídicas que dispongan servicio de asesoramiento financiero por parte de una empresa de servicios de inversión autorizada.

Es decir, los inversores de las plataformas de valores solo tienen la única posibilidad de ser acreditados.<sup>284</sup>

### 3.1.2. Análisis de la acreditación

La Ley 24/1988 fue derogada por la nueva LMV en 2015. En comparación con la antigua ley, que especifica muchas condiciones para ser considerado como “cliente profesional”, entre ellas la frecuencia de la transacción u operación o el valor de su capital disponible; en cambio, la nueva LMV hace hincapié en el análisis caso por caso con el objetivo de asegurar que los clientes posean conocimiento y experiencia suficiente del mercado.

La modificación de la LMV 2015 sobre la Ley 24/1988, que había suprimido casi todos los indicios de números, refleja sin duda una actitud más abierta y flexible a la hora de juzgar el cumplimiento de la Ley; no obstante, el último proyecto de modificación de la LMV

---

<sup>284</sup> Esta clasificación también tiene el apoyo del autor Enrique Moreno Serrano, véase E. MORENO SERRANO, “Cuestiones jurídicas derivadas de la aplicación del «crowdfunding»”, cit., p. 258. El precepto de disposición de asesoramiento jurídico es también aplicable a los proyectos de valores, si bien se señala que “[a]demás de las personas anteriormente citadas, también tendrán la consideración de inversor acreditado”, porque, en primer lugar, “en caso contrario nada diría la LFFE respecto a los inversores acreditados para estas formas de financiación” y, en segundo lugar, en coherencia con la enmienda presentada en el Congreso en el texto del Proyecto de LFFE para eliminar “[e]n el caso de proyectos a los que se refiere el artículo 50.1.a)”, este precepto es perfectamente extensible a otros instrumentos, véase Enmienda núm. 74, presentada por el Grupo Parlamentario Catalán (Convergència i Unió) en el Congreso, [http://www.congreso.es/public\\_oficiales/L10/CONG/BOCG/A/BOCG-10-A-119-2.PDF](http://www.congreso.es/public_oficiales/L10/CONG/BOCG/A/BOCG-10-A-119-2.PDF), p. 49. Véase también M. FLORES SEGURA, “La tipología de inversores en las operaciones de financiación participativa o «crowdfunding»”, cit., p. 94.

restablece la necesidad de pormenorizar la admisión de las solicitudes de acreditación, como, por ejemplo, se propone añadir el requisito de registro y remisión a la CNMV en la evaluación de la solicitud, y exigir la comprobación del tamaño de la cartera de instrumentos financieros del cliente, entre otros límites.<sup>285</sup>

De ahí que podemos ver que la LFFE continúa con el método de evaluación de la Ley 24/1988 utilizando cifras concretas como estándar de evaluación. De entrada, este método nos parece adecuado en este caso, aunque la cuantía de depósito no puede determinar definitivamente la capacidad de realizar la inversión y debería preverse la necesidad de revisar las cantidades con el paso del tiempo. Lo que persigue la LFFE es establecer una manera conveniente y efectiva de financiación, por lo tanto, el hecho de fijar cifras concretas facilita a la plataforma y a los inversores su inclusión en una u otra categoría. No obstante, la falta de flexibilidad en la fijación de las cifras será otro problema en el futuro cuando las PFP tengan más libertad, por lo que la inclusión de una cláusula general que permita participar a los clientes que tengan capacidad suficiente para asumir la responsabilidad o la pérdida de financiación es más apropiada, y el criterio de juzgar “capacidad” queda a cargo de la PFP mientras ésta lo haga público antes.

Con respecto a la clasificación, los proyectos de emisión de valores u obligaciones son más difíciles de tener la calificación como inversor acreditado, a menos que el inversor cuente con el asesoramiento financiero de una empresa de servicios de inversión autorizada. De aquí que se considere que esta disposición supone que este tipo de proyecto es más inseguro para los inversores y es mejor tener un favor con las entidades profesionales.

---

<sup>285</sup> Véase Enmienda e índice de enmiendas al articulado, proyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (procedente del Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre). Congreso de los diputados, 17 de enero de 2019, núm. 30-2, [http://www.congreso.es/public\\_oficiales/L12/CONG/BOCG/A/BOCG-12-A-30-2.PDF](http://www.congreso.es/public_oficiales/L12/CONG/BOCG/A/BOCG-12-A-30-2.PDF), p. 12.



Consecuentemente, un inversor profesional en el ámbito de mercado de valores puede ser un inversor acreditado en el sentido de financiación participativa y a la inversa, un inversor acreditado no es definitivamente un inversor profesional. Al mismo tiempo, cabe señalar que la profesionalidad del inversor acreditado no depende de la frecuencia o la habitualidad del ejercicio de la actividad, sino de la capacidad de asumir el riesgo de inversión; a este respecto, la protección desde el punto de vista del consumidor se aplica también a algunos de los inversores acreditados.

Por último, es interesante observar que la existencia de discrecionalidad en la valoración de cada plataforma al realizar la previa evaluación de la solicitud de acreditación del inversor puede dar lugar a resultados dispares, ya que es posible que un inversor esté acreditado en una plataforma y no lo esté en otra<sup>286</sup>. En concreto, la PFP debería examinar 1) la experiencia 2) los conocimientos, 3) la capacidad de tomar propias decisiones de inversión, y 4) la comprensión del riesgo del cliente. Este mecanismo de evaluación previa nos parece un tanto inútil. En principio, entendemos que la intención es proteger a los inversores a través de la supervisión de las plataformas; sin embargo, el requisito de la solicitud ya ha abierto una puerta de umbral (límite de ingresos anuales) para las personas físicas, y ahora requiere otra vez la evaluación de plataforma. Ahora bien, si adoptamos la explicación de que el legislador desconfía de los inversores con ingresos elevados y pretende que la PFP desempeñe una función de supervisor, no se impone ninguna sanción por la infracción de este requerimiento como las demás obligaciones; es decir, en el caso de que la PFP apruebe muchas solicitudes, solo puede ser citada por la violación del principio de diligencia, en cuyo caso es muy difícil de aplicarla. Así que, en la práctica, esta cláusula será letra muerta. Por lo tanto, la voluntad de los inversores y el sistema de aplicación flexible parecen

---

<sup>286</sup> Véase M. FLORES SEGURA, “La protección del inversor en las operaciones de crowdlending”, *CEFLegal: Revista Práctica de Derecho. Comentarios y Casos Prácticos*, 202, 2017. p. 40. También véase E. MORENO SERRANO, “Configuración jurídica del crowdfunding como forma alternativa de financiación”, cit., p. 59.

quedar marginados.<sup>287</sup>

### 3.1.3. Inversor no acreditado

En primer lugar, todos los inversores que no reúnen ninguno de los criterios anteriores de la acreditación son considerados indudablemente como inversores no acreditados. Aunque los inversores pretendan ser acreditados y cumplan los requisitos pertinentes, la plataforma es quien decide, si impone una evaluación propia.<sup>288</sup> En segundo lugar, tienen la posibilidad de perder la certificación las personas físicas o entidades. El apartado 5 del art. 81 presume que cuando las personas físicas de la categoría 3) y los empresarios de la 4) no participen en ningún proyecto de la PFP en los doce meses siguientes, perderán el certificado automáticamente, pero pueden recuperar la condición de acreditados si desean financiar nuevamente, una vez que cumplan los mismos criterios. En tercer lugar, la LFFE prevé la situación en que los inversores no quieran ser acreditados posteriormente, de manera que se les otorga la opción de solicitar por escrito que no les acredite.

En definitiva, la acreditación es un proceso comparativamente voluntario para todos los inversores debido a que más beneficios representan más riesgo, y son los inversores los que tienen la facultad de seleccionar cuál es la mejor. En este sentido, es necesario establecer la diferencia en el nivel de protección de los dos tipos de inversores para que sean conscientes de las posibles contingencias derivadas de la acreditación o no.

---

<sup>287</sup> Véase M. FLORES SEGURA, “La tipología de inversores en las operaciones de financiación participativa o «crowdfunding»”, cit., p. 100. La investigadora piensa que esta regulación es algo “esquizofrénico”, ya que el legislador desconfía de los usuarios y les impone la responsabilidad de fiscalización de la decisión de los clientes, constituyendo así una “sobrepotección paternalista”.

<sup>288</sup> En efecto, la plataforma no tiene el incentivo de declarar “no acreditado” a los inversores, sino que considera que ésta, a lo mejor, asume la responsabilidad cuando admite a una persona cuya falta de conocimientos y comprensión de los riesgos es evidente. Véase M. CUENA CASAS, “Crowdlending o préstamo en masa y evaluación de la solvencia del promotor de la financiación”, cit., p. 25.

## 3.2. Consecuencias de la acreditación o no de los inversores

### 3.2.1. Influencia sobre los inversores

En general, la diferencia entre un inversor acreditado o uno no acreditado radica en la fuerza distinta de protección por parte de la Ley. De conformidad con lo establecido en el artículo 82 de la LFFE, las inversiones realizadas por inversores no acreditados estarán sujetas a limitaciones estrictas, los no acreditados:

- a) No podrán invertir más de 3.000 euros en un mismo proyecto; y
- b) No podrán invertir a través de la PFP más de 10.000 euros en un período de doce meses en una misma plataforma o en el conjunto de plataformas.

La cantidad de 3.000 euros es un límite para cada proyecto y también en la misma plataforma; y los inversores no acreditados no pueden invertir más de 10.000 euros es un control general de la inversión en todas las plataformas de todos los proyectos dentro de un plazo de doce meses. La primera condición se facilita con el apoyo del registro propio de la PFP, mientras que la segunda requiere un registro unificado en todas las plataformas<sup>289</sup>. Como en la actualidad no existe este último registro, la verificación de 10.000 euros depende totalmente de la declaración de los inversores. Es decir, si los inversores no lo hacen, no hay ningún otro medio de prueba ni podemos encontrar sanciones o multas por declaración falsa en la LFFE. Por lo tanto, el establecimiento de esta limitación es poco realista y de difícil ejecución.

Una posibilidad que no podemos olvidar es que el criterio de acreditación no es el mismo entre las plataformas diferentes, es decir, los inversores pueden tener perfiles distintos en varias plataformas, lo que da lugar a una confusión del límite de inversión. Recordemos que esta limitación tiene por objeto ajustar el perjuicio eventualmente sufrido por el inversor a

---

<sup>289</sup> Véase A. F. GALACHO ABOLAFIO, «Crowdfunding y shadow banking»: Plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores», cit., p. 187.

nivel de su condición económica,<sup>290</sup> pero su efecto depende de los casos concretos. Suponemos que un inversor solicita a ser acreditado en dos PFP, A y B. La plataforma A lo evalúa positivamente y reconoce la acreditación, por eso no se enfrenta a la limitación de 3.000 euros por proyecto o 10.000 euros por el importe total; pero la plataforma B considera que el inversor no tiene experiencia suficiente y rechaza la solicitud, por lo que este inversor debe satisfacer los límites establecidos. Ahora bien, si este inversor invierte primero más de 10.000 euros en la plataforma A, ¿qué pasará con la plataforma B? Por supuesto, no puede invertir más en la plataforma B. Por el contrario, si este inversor financia inicialmente 10.000 euros para más de 4 proyectos en la plataforma B, ¿puede invertir más en la plataforma A posteriormente? La LFFE menciona que la manifestación es “*para evitar que los inversores no acreditados inviertan en un periodo de 12 meses*” (art. 82.2), ¿a qué se refiere la expresión “*invirtan en un periodo de 12 meses*”?

Pues bien, podemos explicarlo desde distintos puntos de vista. Conforme a un análisis puramente gramatical, la palabra “*invirtan*” en lugar de “*invertirán*” es indicativa de que se trata de una descripción presente y no futura, por lo que la manifestación se centra en la mención de los “*últimos*” 12 meses. Por otra parte, el requisito tiene por objeto garantizar el cumplimiento del art. 84.2 b) en el que también se afirma que “*su inversión total en los últimos doce meses [...] no supera el umbral de 10.000 euros*”, que solo limita la inversión antes de la contribución a la plataforma B más que restringe la inversión después de la financiación. En consecuencia, los inversores pueden invertir más en la plataforma A en el segundo caso.

En otras palabras, la acreditación distinta de las plataformas y la restricción tan general hacen que los inversores pierdan muchas oportunidades de inversión comparando estas dos circunstancias.

---

<sup>290</sup> Véase *Ibid.*

Adicionalmente, conforme a lo dispuesto en el artículo 84.2. de la LFFE, en el momento previo a la adquisición de cualquier compromiso de pago, la PFP exigirá al inversor no acreditado una declaración formal que consistirán en:

- a) Que ha sido debidamente advertido de los riesgos que implica la inversión en el/los proyecto/s de financiación participativa en que participe; y
- b) Que ha tenido en cuenta la operación realizada, su inversión total en los últimos doce meses en proyectos publicados por el conjunto de plataformas de financiación participativa no supera el umbral de 10.000 euros.

De este modo, esta última declaración será requisito indispensable que deberán manifestar los inversores no acreditados a los efectos de poder participar en nuevas inversiones. En especial, la primera contiene el requisito de aceptación de la comunicación sobre la información básica de la PFP establecida, como por ejemplo, que el proyecto no esté sujeto a la autorización o supervisión de la CNMV, la existencia de riesgo de pérdida total o parcial del capital invertido, que el capital invertido no esté garantizado por el fondo de garantía de los inversores, entre otros riesgos enumerados en el art. 66 de la LFFE.

En cuanto a las manifestaciones o declaraciones que deben presentar los inversores, hacemos un breve análisis. Los inversores acreditados tienen que presentar un documento sobre el conocimiento del riesgo de ser acreditado antes de la primera inversión como inversor acreditado; una parte de ellos también deben aportar documentos de solicitud de acreditación y renuncio de ser tratados como no acreditado. Los inversores no acreditados tienen que aportar la manifestación de que han recibido una advertencia sobre el riesgo que implica la inversión en la PFP, así como la del importe de inversión en los últimos 12 meses, y, finalmente, algunos han de presentar una declaración de ser tratados como no acreditados.

No obstante, cabe señalar que los inversores no acreditados no están autorizados a realizar una “inversión automática”<sup>291</sup>, con independencia de que se hayan establecido o no criterios predeterminados por parte del inversor. En cambio, la prohibición refleja que las plataformas pueden proporcionar un servicio de inversión automática siempre y cuando sus clientes sean inversores acreditados. Esta herramienta automática es más común en la compañía de inversión, pero la LFFE no contiene una regulación muy detallada al respecto.

La “automatización” de inversión consiste en la fase de recopilación de información, elaboración de perfiles (*profiling*), diversificación de la inversión y ejecución; es decir, es fácil que se reconozca como una forma de “recomendación personalizada” de inversión,<sup>292</sup> la cual está prohibida en las actividades de la PFP. Al mismo tiempo, la inversión automática no debería ser un instrumento totalmente tecnológico, sino que puede estar gestionado por una persona,<sup>293</sup> en cuyo caso existirá la recomendación personalizada. De ahí que la veracidad de la elaboración de perfiles, la idoneidad de determinados clientes para aceptar este servicio, así como la limitación del alcance de participación<sup>294</sup> supongan una gran preocupación acerca de la supervisión de la forma de inversión automática. En este sentido, ¿cómo entendemos la admisión de inversión automática en las PFP?

---

<sup>291</sup> “Inversión automática” se refiere a la determinación automática por parte de la PFP siempre que los inversores definen sus perfiles de inversión con preferencia, algunas PFP están realizando este servicio, como ARBORIBUS, “Cómo funciona”, fecha de consulta 30 mayo 2020, en <https://www.arboribus.com/inversores/como-funciona.html>; ZANK, “Cómo funciona el inversor”, fecha de consulta 30 mayo 2020, en <https://www.zank.com.es/inversor-como-funciona>. Según el art. 52, apartado 2, letra e) de la LFFE, “*las utilidades que permitan al inversor preseleccionar de entre los proyectos publicados todos aquellos en los que invertir para, posteriormente, acordar y formalizar su participación en los mismos mediante una única actuación*” no son considerados como mecanismo de inversión automáticos.

<sup>292</sup> Por ejemplo, en China, el algoritmo de recomendación de inversión es considerado como prestación de servicio de asesoramiento, véase el art. 2 de las «Disposiciones provisionales sobre la supervisión de las empresas de asesoramiento en materia de inversiones en valores utilizando el “Software de recomendación de valores”», Anuncio núm. 40 (2012) de la Comisión Reguladora de Valores de China.

<sup>293</sup> En Canadá, el servicio de recomendación online es una forma híbrida que contiene una plataforma online y una persona humana que desempeña el trabajo de proporcionar recomendación de inversión a los clientes. Véase The Board of the International Organization of Securities Commissions, “FR 15/2016 Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey (Final Report),” 2016, [www.iosco.org](http://www.iosco.org), p. 3.

<sup>294</sup> Véase *Ibid*, p. 12-13.

En la actualidad, no disponemos de regulación sobre este mecanismo, por lo que cada una de las plataformas es libre de elaborar su propia forma de sistema. Tomamos el ejemplo de la plataforma Arboribus, que se dedica al préstamo a pequeñas y medianas empresas. Arboribus diseña un Sistema de Inversión Automático (en adelante, "SIA") que posibilita invertir de forma automática y manual para los inversores acreditados, de acuerdo con los criterios establecidos por éstos en relación con el tipo de interés mínimo (fijo o no), el plazo máximo y el importe máximo (en función del perfil de riesgo) de cada nivel de empresas con facturación diferente.<sup>295</sup> A través de la SIA, el capital disponible en la cuenta del inversor puede realizar una rápida reinversión en las ofertas nuevas y una diversificación de tener un mínimo de 20 préstamos o más de 100 préstamos. Los inversores pueden utilizar o dejar de utilizar el SIA en cualquier momento y pueden invertir por su cuenta manteniendo el SIA. A lo largo de este proceso, la PFP ha realizado tres tareas principales en la prestación del servicio de inversión automática: 1) 100% sistema de algoritmo; 2) la recomendación o, mejor decir, la decisión basada en el perfil de riesgo de los clientes y los criterios establecidos por cada inversor; 3) flexibilidad para activar y desactivar.

No obstante, todo lo que hace no es suficiente para ejecutar un servicio en el entorno de la microfinanciación. En primer lugar, no se cumple el principio de transparencia, ya que no se mencionan los criterios de selección de los proyectos por parte del ordenador. Los criterios determinados por los clientes son generales, por qué elige el proyecto A no el B, o por qué dos inversores con el mismo perfil se han dado diferentes paquetes de proyectos es un misterio bajo el sistema de automatización. Se deriva a la segunda duda, cómo organiza o estudia el personal el algoritmo de la función de inversión automática, la evaluación de cada proyecto o de cada inversor, si la plataforma está actuando para el mejor interés del cliente.

---

<sup>295</sup> Arboribus, "Sistema Inversión Automático", fecha de consulta 1 junio 2020, en <https://www.arboribus.com/sistema-inversion-automatgico-sia.html>.

En principio, admitimos la conveniencia de la herramienta de inversión automática para los inversores, ya que este mecanismo reduce el tiempo de revisión y evaluación de todos los proyectos activos, pero esta conveniencia no puede basarse en el sacrificio de la transferencia, actuando en el mejor interés, entre otros principios que deberían realizar las plataformas.

En resumen, los inversores no acreditados se enfrentan a una mayor protección con límites anuales de inversión – protección de la solvencia; están sometidos al régimen de advertencias previas a la inversión – el aumento del conocimiento del riesgo actuando como un mecanismo de alerta<sup>296</sup>; y establecimiento de un régimen de selección de proyectos más seguro – prohibición del servicio de inversión automática.

### 3.2.2. Influencia sobre los proyectos

Adicionalmente, la acreditación tiene una influencia directa en los proyectos, concretamente, sobre la cantidad de fondos que puede recaudar cada plan. Si el proyecto está dirigido únicamente a los inversores acreditados, el importe puede ser de hasta 5.000.000 de euros; en cambio, si está dirigido a los inversores en general o exclusivamente a inversores no acreditados, el importe debe ser inferior a 2.000.000 de euros.

Los proyectos de financiación instrumentados mediante la emisión de valores también se ven afectados por la acreditación, ya que una vez que participa un inversor no acreditado, los valores no podrán incorporar un derivado implícito.

Finalmente, existe un efecto sobre la obligación de proporcionar información. Precisamente, la PFP está obligada a publicar el estado de la financiación de cada proyecto, en el que

---

<sup>296</sup> Véase J. ARNAL MARTÍNEZ; A. J. BRAVO ÁLVAREZ, “Un breve estudio de la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial”, *Boletín Económico de ICE*, 3067, 2015. p. 35; S. CAMACHO CLAVIJO, “El crowdfunding: régimen jurídico de la financiación participativa en la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, 17, 2016., p. 104.



debe incluir el porcentaje de participación asumido por los inversores acreditados.

### 3.2.3. Presupuesto de cliente profesional o no

Un concepto similar de la acreditación de inversor es el del cliente profesional o el no definido en la LMV, en cuyo texto se mencionan los conceptos de “cliente profesional” y “cliente minorista”.

El camino recorrido para establecer la categoría de en cliente profesional ha sido tortuoso. Al inicio, en la Ley 24/1988 no existía división entre los clientes de carácter profesional o no. Sin embargo, la transposición de la MiFID de 2004 y 2014 dio lugar a una profunda modificación de la protección completa que hace hincapié en un “tratamiento diverso” de los clientes, en función de la experiencia y los conocimientos de cada uno. Así pues, la reforma añadió el art. 78 bis (a través del art. único. 50 de la Ley 47/2007<sup>297</sup>) que aprovechó la segmentación de los clientes profesionales y minoristas utilizando dos criterios únicamente para las empresas de inversión: el primero, la evaluación general de “*la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos*”, y el segundo, la enumeración ejemplificativa

---

<sup>297</sup> España. Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. *BOE*, 20 de diciembre de 2007, núm. 304, p. 52335-52384. Luego la letra e) del apartado 3 de este artículo fue modificada por la disposición final 1.18 de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (*BOE*, 27 de junio de 2014, núm. 156, p. 49412-49549), pero no afecta a la clasificación de los clientes entre profesionales y minoristas.

de una serie de sujetos.<sup>298</sup> Además de estos clientes profesionales natos, también se permite la solicitud de tratamiento como profesional siempre que se cumplan requisitos establecidos en la letra e) del mismo artículo.

En la nueva LMV de 2015 se organizó de nuevo el criterio de clasificación en el art. 205, no solo destinado a los clientes como las empresas de servicios de inversión, a la vez que se clarifica la noción de “cliente”, otorgando la posibilidad de que el cliente solicite un tratamiento como no profesional, a pesar de tener conocimientos suficientes, a fin de que las empresas de servicios de inversión le proporcionen una protección superior.

Con respecto a la última modificación introducida por el art. único. 40 del Real Decreto-ley 14/2018, se suprimió la enumeración ejemplificativa de los clientes profesionales y se sustituyó por “[R]eglamentariamente se podrán determinar los tipos de clientes que tendrán en todo caso la consideración de cliente profesional”.

Por lo tanto, lo único que permanece estable e inalterado a lo largo del proceso es que los clientes profesionales son aquellos que tienen la experiencia, los conocimientos y las cualificaciones necesarias para tomar decisiones de inversión y valorar los riesgos de

---

<sup>298</sup> El art. 78 bis, apartado 3 alude cuatro sujetos particulares que tienen la consideración de cliente profesional: “a) Las entidades financieras y demás personas jurídicas que para poder operar en los mercados financieros hayan de ser autorizadas o reguladas por Estados. Se incluirán entre ellas las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las compañías de seguros, las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, los fondos de titulización y sus sociedades gestoras, los que operen habitualmente con materias primas y con derivados de materias primas, así como operadores que contraten en nombre propio y otros inversores institucionales. b) Los Estados y Administraciones regionales, los organismos públicos que gestionen la deuda pública, los bancos centrales y organismos internacionales y supranacionales, como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otros de naturaleza similar. c) Los empresarios que individualmente reúnan, al menos, dos de las siguientes condiciones: 1.º que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros; 2.º que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros; 3.º que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros. d) Los inversores institucionales que, no incluidos en la letra a) tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros. Quedarán incluidas en este apartado, en particular, las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras. Las entidades señaladas en los apartados anteriores se considerarán clientes profesionales sin perjuicio de que puedan solicitar un trato no profesional y de que las empresas de servicios de inversión puedan acordar concederles un nivel de protección más amplio”.

manera racional.

En comparación con esta clasificación, el criterio de la LFFE es coherente con la regulación de 1988, que especifica los tipos concretos con una lista casi cerrada, pero la LFFE añade una cláusula más general que permite la evaluación de la PFP como una alternativa vía de comprobación realizada por la PFP.

Además, un asunto interesante es el derecho de renuncia. Los clientes profesionales natos o solicitados pueden optar por el trato de minoristas para obtener una mayor protección en virtud de la LMV; pero solo los inversores acreditados solicitados tienen la misma facultad según la LFFE, es decir, los inversores acreditados natos no tienen este poder.

#### 3.2.4. Inversor no acreditado *versus* consumidor

Adicionalmente, ha de tener en cuenta que el concepto de “profesional” referido al inversor acreditado puede relacionarse con el juicio de considerar al no acreditado como consumidor. Desde nuestro punto de vista, en general, no creemos que la noción de consumidor coincida con la del inversor no acreditado.

Existe un argumento que parece indicar que el inversor no acreditado es un consumidor, ya que la norma indica que es no acreditado el inversor, cuyo objetivo no es “*para revender o para especular con su valor*”<sup>299</sup>. Sin embargo, la acreditación suele ser un reconocimiento de la profesionalidad del inversor y la distinción entre el inversor acreditado y el no acreditado en la mayoría de los casos radica en el capital disponible, los recursos propios, la experiencia en materia de inversión, lo que obviamente tiene poco que ver con el “ámbito profesional o empresarial” del Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los

---

<sup>299</sup> Véase F. PAÑEDA USUNÁRIZ, “La protección del inversor en la Ley 5/2015 reguladora del crowdfunding”, cit., p. 13.

Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias<sup>300</sup> (en adelante, TRLGDCU)<sup>301</sup>, así que, en nuestra opinión, esta clasificación no coincide con la diferencia entre el empresario y el consumidor. Por lo tanto, el criterio de “la reventa del valor de la inversión” como estándar del consumidor no es preciso.

Por ello, cuando hacemos la clasificación de si el inversor encaja en la condición del consumidor, no podemos depender simplemente de la división de la denominación de “no acreditado”, lo más importante es averiguar la actividad profesional del inversor y compararla con la actividad de comprar productos financieros caso por caso.

En el Proyecto de modificación de la LMV de 2015, estaba previsto añadir que “*no podrán ser considerados como cliente profesional quienes legalmente tengan la consideración de consumidor o usuario conforme al Real Decreto Legislativo 1/2007*” (apartado 1 del art. 206<sup>302</sup>). En otras palabras, los inversores acreditados natos no pueden ser consumidores, pero los que lo solicitan pueden seguir siendo reconocidos como consumidores y gozar de una mayor protección.

---

<sup>300</sup> España. Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias. *BOE*, 30 de noviembre de 2007, núm. 287, p. 49181-49215.

<sup>301</sup> Véase M. DEL M. HERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, “La protección jurídica del inversor y del promotor cuando actúa como consumidor, en el contexto de la actividad de financiación participativa”, en Alfonso Martínez-Echevarría, Francisco Pañeda Usunáriz (eds.) *Las plataformas de financiación participativa - crowdfunding-*, Three Rivers Press, Navarra, 2018. p. 144.

<sup>302</sup> Véase Enmienda e índice de enmiendas al articulado, proyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, p. 12.



**CAPÍTULO III. OBLIGACIONES Y  
RESPONSABILIDADES ASUMIDAS POR LOS  
INTERVINIENTES**



El marco jurídico establecido por el legislador no solo contiene las instrucciones sobre cómo llevar a cabo las conductas en ciertas áreas, sino que también incluye las obligaciones derivadas de las conductas requeridas y las responsabilidades como consecuencia de las infracciones de dichas instrucciones para proteger los intereses públicos o privados y, al mismo tiempo, advertir al resto del público para que se comporte conforme a la normativa.

A tal efecto, tras conocer tanto la teoría como la práctica del funcionamiento de la financiación participativa mediante la PFP, hemos establecido un cuadro general de la relación entre los tres intervinientes –plataforma, inversor y promotor– en el negocio de financiación, así que la cuestión que queda pendiente es el estudio de las obligaciones y responsabilidades correspondientes de cada sujeto en el negocio, en caso de infracción de dichas obligaciones, a través de las cuales la relación entre los intervinientes será más clara y será más fácil de entender lo que debe regular la LFFE en el futuro.

## **1. LA PLATAFORMA DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA**

### **1.1. Naturaleza jurídica de la PFP**

Ante todo, cabe destacar la naturaleza jurídica de la PFP. En primer lugar, la base de la PFP es la plataforma digital. La plataforma digital es la empresa que opera en mercados bilaterales (o multilaterales), que utiliza Internet permitiendo interacciones entre dos o más distintos, pero interdependientes, grupos de usuarios y se genera valor para al menos uno de los grupos<sup>303</sup>. Por lo tanto, con la denominación PFP nos referimos a las empresas que facilitan y gestionan un mercado bilateral o multilateral<sup>304</sup> en el ámbito del sector financiero; o sea, la PFP es una aplicación especial de la plataforma digital en materia de la actividad

---

<sup>303</sup> EUROPEAN COMMISSION, “Synopsis report on the public consultation on the regulatory environment for platforms, online intermediaries, data and cloud computing and the collaborative economy”, 2016, fecha de consulta 12 diciembre 2018, en [http://ec.europa.eu/newsroom/dae/document.cfm?doc\\_id=15877](http://ec.europa.eu/newsroom/dae/document.cfm?doc_id=15877).

<sup>304</sup> Véase J. J. MONTERO PASCUAL, “La regulación de la economía colaborativa”, en Juan José Montero Pascual (ed.) *La regulación de la economía colaborativa. Airbnb, Blablacar, Uber y otras plataformas*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2017. p. 37-38.



de financiación participativa.

En segundo lugar, la plataforma digital es un “autorregulado mercado electrónico cerrado” (*closed electronic environment*)<sup>305</sup> cuyo valor radica en la “precisión de demandas”<sup>306</sup>, pero hasta ahora, el concepto de “plataforma digital” no se considera todavía un concepto jurídico. Últimamente se ha publicado la propuesta de reglamento la Unión Europea sobre mercados disputables y equitativos en el sector digital (Ley de Mercados Digitales) (en adelante, “LMD”)<sup>307</sup> y la propuesta de reglamento relativo a un mercado único de servicios digitales (Ley de servicios digitales) y por el que se modifica la Directiva 2000/31/CE (en adelante, LSD).<sup>308</sup> En la LMD, no se menciona la definición exacta del término “plataforma”, sino que se describe los servicios básicos de este sujeto.<sup>309</sup> Las plataformas digitales se dividen en la LMD, según su objeto social, en “servicios de intermediación en línea”, “motores de búsqueda en línea”, servicios de redes sociales en línea”, “servicios de plataformas de intercambio de vídeos”, “servicios de comunicaciones interpersonales independientes de la numeración”, “sistemas operativos”, “servicios de computación en nube”, y “servicios de

---

<sup>305</sup> La implicación de “cerrado” se refiere a que la plataforma está construida por una infraestructura contractual, es decir, una serie de contratos entre la plataforma y los usuarios crean una plataforma electrónica. Véase T. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, “The Legal Anatomy of Electronic Platforms: A Prior Study to Assess the Need of a Law of Platforms in the EU”, *The Italian Law Journal*, vol. 3, 1, 2017. p. 162; T. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, “Refusal to deal, abuse of right and competition law in electronic markets and digital communities”, *European Review of Private Law*, vol. 22, 5, 2014., p. 688

<sup>306</sup> La expresión “precisión de demandas” es una contraparte de la “dimensión del mercado”, lo que el investigador piensa es que la plataforma tiene su importancia no solo en la expansión del mercado cerrado, sino la promoción de casación de demandas dentro de la comunidad creada aprovechando el ventajoso sistema de miembros. Véase T. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, “Refusal to deal, abuse of right and competition law in electronic markets and digital communities”, cit., p. 687.

<sup>307</sup> COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre mercados disputables y equitativos en el sector digital (Ley de Mercados Digitales) COM(2020) 842 final*, Unión Europea, 2020.

<sup>308</sup> COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a un mercado único de servicios digitales (Ley de servicios digitales) y por el que se modifica la Directiva 2000/31/CE COM (2020) 825 final*, Unión Europea, 2020.

<sup>309</sup> Véase COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre mercados disputables y equitativos en el sector digital (Ley de Mercados Digitales) COM(2020) 842 final*, cit.; T. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, “Refusal to deal, abuse of right and competition law in electronic markets and digital communities”, cit. p. 688.

publicidad, incluidas las redes de publicidad, los intercambios publicitarios y cualquier otro servicio de intermediación publicitaria, prestados por un proveedor de cualquiera de los servicios básicos de plataforma enumerados mencionados”. Al mismo tiempo, la LSD alude la definición del concepto de “plataforma en línea”, que es “*un prestador de un servicio de alojamiento de datos que, a petición de un destinatario del servicio, almacena y difunde al público información, salvo que esa actividad sea una característica menor y puramente auxiliar de otro servicio y, por razones objetivas y técnicas, no pueda utilizarse sin ese otro servicio, y la integración de la característica en el otro servicio no sea un medio para eludir la aplicabilidad del presente Reglamento*”. Además, la propuesta distingue entre servicios de intermediación, servicios de alojamiento de datos, plataformas *online* y las plataformas *online* muy grandes<sup>310</sup>. Por lo tanto, se adopta una explicación, por primera vez, estrecha de la denominación “plataforma en línea” en la LSD.

Todo ello representa una amplia gama de las funciones de una plataforma digital y un mero intermediario no parece ser preciso para describir el trabajo de la plataforma digital.<sup>311</sup> Desde el punto de vista jurídico, al no existir un único término para explicar qué es la plataforma, es necesario distinguir la función de una plataforma concreta y adaptarla a los términos existentes, de modo que podamos conocer la posición de esta plataforma en el ámbito jurídico.

En lo que respecta a la plataforma digital en el ámbito financiero, especialmente en la financiación en masa, distinguimos tres roles: intermediarios financieros, intermediarios

---

<sup>310</sup> De acuerdo con el art. 25.1 de la LSD, “*las plataformas en línea que presten sus servicios a un número medio mensual de destinatarios del servicio activos en la Unión igual o superior a cuarenta y cinco millones*” son consideradas como plataformas en línea de muy gran tamaño.

<sup>311</sup> Véase C. MELLER-HANNICH, “Sharing economy and consumer protection”, en Reiner Schulze, Dirk Staudenmayer (eds.) *Digital revolution: Challenges for contract law in practice*, Bloomsbury Publishing, London, 2015. p. 127-128, en el que se aclara que el servicio de clasificación y asesoramiento a los usuarios ya ha indicado un rol más que intermediario y, por tanto, no se puede excluir la responsabilidad de la plataforma.

electrónicos y operadores de plataformas.<sup>312</sup> En otras palabras, la PFP no es un intermediario que realiza funciones de simple corretaje,<sup>313</sup> y el resultado de su actividad afecta evidentemente la interacción entre los usuarios,<sup>314</sup> por lo que tiene multifunciones.

De acuerdo con esta clasificación, nos referiremos primero a la relación jurídica entre la PFP y los clientes para luego analizar las obligaciones y responsabilidades de las plataformas según su perfil.

## 1.2. Relación jurídica entre la PFP y los clientes

El procedimiento de contratación entre la PFP y los clientes, incluidos los inversores y promotores, se formalizará mediante el debido soporte contractual, en los términos siguientes:

En primer lugar, en el caso de que una internauta visite la página web de la PFP, la navegación continua representa un consentimiento tácito a una serie de contratos que se identifican, entre otras denominaciones, como “términos y condiciones”, “política de privacidad”, “aviso legal”, etc., cuyo objetivo es legitimar a la plataforma para procesar los datos de los usuarios que entran en su página y proteger el derecho de propiedad intelectual de la web. Si se trata de un usuario nuevo, la mayoría de los sitios webs incorporan el aviso relativo a las cookies para que los usuarios puedan optar por aceptar o rechazar una administración personalizada de la página web, facilitando así unos servicios necesarios.

---

<sup>312</sup> Véase T. RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, “La responsabilidad de las plataformas: Alcance, límite y estrategias”, cit., p. 379. La autora añade un tipo más, que es “tercero de confianza” como un perfil independiente, pero entendemos que este perfil es el resultado del buen funcionamiento de los tres perfiles mencionados, así que no lo ponemos como un cuarto perfil.

<sup>313</sup> Existe autor que piensa que la PFP solo está ejerciendo actividades de simple corretaje, “*las cuales consisten en poner en contacto al promotor que presenta un proyecto necesitado de financiación (art. 46.1), y al financiador o inversor que realiza aportaciones dinerarias*”, véase F. PAÑEDA USUNÁRIZ, “La protección del inversor en la Ley 5/2015 reguladora del crowdfunding”, cit., p.12 y p. 15.

<sup>314</sup> Véase I. RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, “El servicio de mediación electrónica de las plataformas de financiación participativas: marco regulador”, cit. p. 231.

A menos que la plataforma sea solo un mero “tablón de anuncios” en el que se supone que no se deben prestar más servicios,<sup>315</sup> el registro como cliente (usuario) de la página web es una práctica común de las plataformas. La complejidad del proceso de registro está determinada en gran medida por el tipo de plataforma, ya que, por ejemplo, los requisitos de las redes sociales son más flexibles que los del comercio electrónico, pero, en cualquier caso, todos estos requisitos están sujetos a las condiciones establecidas por la plataforma, de manera que esta tiene control sobre el éxito del registro y la entrada de los usuarios. Al registrarse, los usuarios pueden disfrutar de más servicios e información proporcionada por la plataforma.

En la PFP, como existen dos tipos de usuarios, la plataforma puede elegir entre dos métodos de realizar el registro: por un lado, en forma de una cuenta y dos subcuentas,<sup>316</sup> o por otro lado, la separación de la cuenta del inversor y la cuenta del promotor.<sup>317</sup> En el primer caso, el contrato es más general con todos los requisitos tanto para los inversores como para los promotores; en cambio, si el registro es separado, la plataforma normalmente especifica las condiciones de conformidad con las características de los inversores o los promotores. En ambos casos, la plataforma y los usuarios conciertan un contrato que regula el acceso y el uso del sitio web así como de otros canales lo integran o complementan<sup>318</sup> y la contratación y utilización de productos y servicios.

---

<sup>315</sup> Este tipo de plataforma solo permite la publicación de anuncios de la misma manera que los anuncios en la prensa tradicional, véase J. J. MONTERO PASCUAL, “El régimen jurídico de las plataformas colaborativas”, en Juan José Montero Pascual (ed.) *La regulación de la economía colaborativa. Airbnb, Blablacar, Uber y otras plataformas*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2017. p. 94.

<sup>316</sup> Véase LA BOLSA SOCIAL, “Register”, fecha de consulta 11 noviembre 2019, en <https://www.bolsasocial.com/register/>.

<sup>317</sup> Véase SOCIOSINVERSORES, “Página principal”, fecha de consulta 11 noviembre 2019, en <https://www.sociosinversores.com/sego/sociosinversores/registro>.

<sup>318</sup> En principio, las condiciones de acceso y uso del sitio web contienen la exigencia de uso lícito de la misma, requiere la veracidad de la información

Los usuarios deben rellenar el formulario con su nombre, apellidos (en este proceso, no se verifica la veracidad del nombre), correo electrónico, contraseña, así como la aceptación de las condiciones generales <sup>319</sup> y la política de privacidad, algunos incluso piden consentimiento del envío de comunicaciones comerciales en el momento del registro. Evidentemente, estos contratos mencionados pertenecen a la categoría del contrato de adhesión con cláusulas predispuestas.

Posteriormente, los usuarios registrados disfrutan efectivamente de más servicios disponibles que los inversores o promotores potenciales, pero antes de que se efectúe la financiación en un proyecto concreto, los inversores y promotores tienen que seguir más pasos. Un paso común para todos los clientes es que deben contratar con la entidad de pago individualmente, ya que la entidad de pago es una entidad separada de la PFP, salvo en el caso de las PFP híbridas. En principio, la PFP solo desempeña una función de colaboración con esta entidad de pago.

En cuanto a los inversores, cuando los inversores potenciales tienen interés en un proyecto, aparece un contrato de prestación de servicios con más detalle. En primer lugar, la plataforma debe configurar si los inversores están acreditados o no automáticamente o mediante la solicitud, y rellenar una manifestación en materia del conocimiento del riesgo de inversión en función del tipo de inversor; normalmente este servicio está incluido en el contrato de servicio. En segundo lugar, en el contrato debe constar, junto con los servicios prestados por la plataforma, las tarifas por cada servicio prestado, las obligaciones y los derechos de cada parte, entre otros elementos imprescindibles de un contrato.

Con respecto a los promotores, todas las acciones realizadas entre el promotor y la PFP serán objeto de un contrato de prestación de servicios en el que se debe especificar un acuerdo de confidencialidad en el momento de presentar la candidatura del proyecto de

---

<sup>319</sup> También tiene el nombre de términos de uso, término de servicios, entre otros nombres.

financiación participativa; las reglas sobre cómo realizar la evaluación del proyecto presentado (*due diligence*, evaluación legal-financiera y asignación de riesgo), en los términos definidos en la descripción del funcionamiento de la PFP; a la finalización de esta evaluación legal-financiera y asignación de riesgo, en caso de que la PFP decida publicar el proyecto en la página web, cómo procederá con las comunicaciones comerciales, las publicidades; la tabla de tarifa de comisiones correspondientes conforme a su contrato de prestación de servicios y la manera de emitir una factura; el procedimiento para la liberación de fondos al promotor con la contratación cuando la contratación sea entre el promotor y la plataforma o entre el promotor y los aportantes.

De este modo, tras el registro de los usuarios, la plataforma concierta el contrato de servicios de la sociedad de la información, y este servicio es de carácter financiero intermediario. Aunque este contrato de prestación de servicios puede contratarse en forma separada y por tiempo diferente, por ejemplo, se dispone un contrato de confidencialidad antes de la presentación de solicitud de financiación y otro contrato de prestación de servicio antes de la publicación de proyectos aprobados, no afectará a su carácter financiero de los contratos de prestación de servicio.

Una vez alcanzado el objetivo del proyecto, el promotor iniciará el proceso de contratación y legalización notarial de determinadas escrituras. Especialmente, cuando las plataformas tengan la función de contratar por parte de los inversores con el promotor, será aplicable un contrato de mandato en este caso en el que se menciona el proceso de contratación de un proyecto concreto, los poderes otorgados por los inversores a la plataforma, etc. En el caso de que los términos de este contrato no estén incluidos en el contrato de prestación de servicios, es mejor informarse fuera del ámbito financiero.

### 1.3. La PFP como intermediario financiero

#### 1.3.1. Las obligaciones de la PFP

La LFFE considera a la PFP como un intermediario financiero y configura un marco normativo de obligaciones de la PFP, lo dividimos en las obligaciones derivadas de su carácter de sociedad de capital; las obligaciones derivadas de la actividad de financiación participativa; así como las obligaciones derivadas de la relación con sus clientes.

##### 1.3.1.1. Obligaciones en materia de actividad operativa

El prerrequisito de la explotación de actividad del intermediario financiero de la PFP es la constitución de una sociedad de capital. En cuanto a la obligación de constitución desde el punto de vista de la Ley de Sociedades, una sociedad de capital debe tener certificación registral negativa,<sup>320</sup> domicilio, el objeto social, capital social desembolsado, órgano de administración, Estatutos y pactos sociales, entre otros requisitos societarios. La LFFE impone unos requisitos específicos a las PFP debido a que la actividad de financiación participativa es una actividad reservada. Por ejemplo, el objeto social debe estar restringido a la realización de las actividades propias a la PFP. Asimismo, una vez obtenida la aprobación de su actividad, debe incluir las palabras «plataforma de financiación participativa» o su abreviatura «PFP» en su denominación social, que también queda reservada únicamente para estas plataformas autorizadas. El capital social, en vez de los requisitos diferentes de la sociedad de responsabilidad limitada o sociedad anónima, existe un criterio uniforme de capital social contenido en el art. 56 de la LFFE.

---

<sup>320</sup> La LFFE también permite la transformación de otra sociedad a la forma de PFP siempre y cuando se presente “*un balance auditado, cerrado no antes del último día hábil del trimestre anterior al momento de presentación de la solicitud*” además de los documentos para una sociedad de nueva creación, véase art. 57, apartado 1, letra a) de la LFFE. En el Formulario de declaración de documentos presentados y comprobaciones realizadas para el inicio del trámite de autorización, se indica que se debe hacer “*mención expresa y detalle suficiente de las posibles contingencias que pudieran afectar a la valoración del patrimonio*”.

El registro societario no es suficiente para el establecimiento de PFP, ya que está condicionada a la autorización e inscripción en el registro de CNMV, así que la primera obligación de la PFP es la inscripción en el registro de la CNMV. En el caso de que la plataforma se inscriba como plataforma híbrida, la inscripción previa incluirá el registro del Banco de España. Este deber consiste en un “hacer” para las entidades que quieran ejercer las actividades intermediarias de financiación en masa, y un “no hacer” para las que no tengan esta autorización al ejercicio de las actividades reservadas.

A diferencia de otras sociedades de capital, que solo necesitan elegir la categoría de actividad en un sentido más general, se exige que el objeto social sea muy pormenorizado en la sociedad de PFP, es decir, se debe aportar un programa de actividades que contiene tanto los servicios obligatorios como los auxiliares. Asimismo, existen requerimientos para los empleados de la PFP, tales como honorabilidad, conocimiento y profesionalidad de las personas que ocupan el puesto de administrador, director u ocupaciones similares, una declaración firmada de honorabilidad de este personal de gestión, descripción de la organización contable, así como de los equipos técnicos y los recursos humanos relacionados con su actividad. Además, la PFP también está obligada a establecer un reglamento interno de conducta, dar a conocer la relación de socios con participaciones significativas,<sup>321</sup> así como tener una descripción de los procedimientos de presentación y resolución de reclamaciones, de los planes de continuidad en caso de cese de su actividad y de la manera en que gestiona los fondos de los clientes.

Al iniciar su actividad, está obligada a limitar estrictamente los tipos y formas de proyectos evitando las prohibiciones indicadas,<sup>322</sup> la actuación manifiesta en la promoción de los

---

<sup>321</sup> Según el art. 57, apartado 3 de la LFFE, se entenderá por participación significativa, de forma directa o indirecta en tres situaciones: a) el 10% del capital; b) el 10% de los derechos de voto; c) que esté calificado como dominante conforme al art. 42 del Código de Comercio, que es disponer de la mayoría de los derechos de voto, tenga el control del órgano de administración.

<sup>322</sup> Véase Capítulo II, punto 2.2.3.



proyectos o promotores, la selección de proyectos, la retirada de proyectos prohibidos, etc. Al mismo tiempo, se encuentra también la prohibición de realizar servicios prohibidos,<sup>323</sup> o servicios no autorizados, por ejemplo, recibir fondos por cuenta de clientes sin autorización previa, o prestar servicios auxiliares sin depósito previo en la CNMV.

#### *1.3.1.2. El control de las autoridades administrativas*

En principio, todos los documentos presentados a la CNMV deben ser exactos, correctos y veraces. Las exigencias de la CNMV no solo incluyen los requisitos de registraci3n, sino que tambi3n existen la obligaci3n de autorizaci3n sobre modificaci3n, el deber de comunicaci3n, y la obligaci3n de colaboraci3n.

La obligaci3n de solicitar la autorizaci3n a la CNMV sigue existiendo, al igual que en el caso de las entidades de capital de riesgo, cuando se producen modificaciones sustanciales de los estatutos sociales, cambios sustanciales en el mecanismo de transmisi3n de fondos, cambios en la relaci3n de los socios con participaci3n significativa y los empleados de gesti3n en el funcionamiento de la PFP. En caso de realizar una modificaci3n no sustancial, la plataforma tiene un deber de comunicaci3n, dado que la CNMV debe actualizar los datos publicados en su p3gina web, a saber: denominaci3n social, direcci3n del domicilio, dominio de Internet, entre otros cambios en los datos del registro. Aparte de la informaci3n relativa a las modificaciones indicadas, hay que remitir a la CNMV, al cierre del ejercicio, una serie de documentos que reflejen los cambios en la estructura accionarial o en la distribuci3n de las participaciones, especialmente en lo que respecta a los socios con participaci3n significativa; las cuentas anuales auditadas y el correspondiente informe de auditoría; una memoria que especifique el resumen de proyectos publicados<sup>324</sup> y los proyectos no

---

<sup>323</sup> Véase Capítulo II, punto 1.2.3.

<sup>324</sup> No se exige la presentaci3n de la tasa de morosidad ni de los datos de proyectos incumplimientos o fallidos, véase art. 91, letra b), 1º de la LFFE. Véase tambi3n F. ZUNZUNEGUI, "R3gimen jur3dico de las plataformas de financiaci3n participativa (crowdfunding)", cit., p. 10.

publicados con la explicación razonable;<sup>325</sup> la identidad de la entidad de pago; los datos sobre las acciones judiciales y extrajudiciales de los clientes (promotores o inversores); estado del sistema propio de cobertura de pérdidas.

Otra autoridad administrativa que dispone de facultades de inspección y supervisión es el Banco de España, pero su ámbito de competencia se restringe a las plataformas que ofrecen servicios de financiación de préstamos. Ahora bien, la normativa no indica la distribución de la inspección entre el Banco de España y la CNMV.

En cuanto al último deber, se requiere una colaboración en la inspección y supervisión de la plataforma cuando la CNMV ejerce su función. Entendemos que esta obligación consiste en proporcionar “activamente” toda la ayuda que sea necesaria a la CNMV, en particular cuando ésta solicita la entrega de algunos documentos, ya que una actuación resistente o negativa resulta en una infracción muy grave.<sup>326</sup>

### *1.3.1.3. Obligaciones relativas a los clientes*

En cuanto a las obligaciones relativas a los clientes, hacemos referencia a todas las obligaciones en materia de los servicios prestados por la PFP a sus clientes, tanto a los inversores como a los promotores en la LFFE.

En primer lugar, el deber principal es la adecuación de los principios de neutralidad, diligencia, transparencia, y actuar en el mejor interés de los clientes. Las actuaciones concretas son: establecer mecanismos para mitigar el riesgo de conflicto de intereses

---

<sup>325</sup> Véase T. A. JIMÉNEZ PARÍS, “Las plataformas de financiación participativa en la Ley de Fomento de la Financiación empresarial. Aproximación a la regulación del crowdfunding en España”, cit., p. 2821.

<sup>326</sup> Se discuten los derechos fundamentales establecidos en la Constitución en materia de “no declarar contra uno mismo consagrado” y el requerimiento de consentimiento o autorización judicial previa del Juzgado de lo Social para entrar en el domicilio, pero están permitidos por la correspondiente jurisprudencia. Véase M. M. PARDO LÓPEZ, “El control administrativo en el nuevo régimen jurídico”, cit., p. 233.

ocasionado por la propia plataforma y los empleados, incluido el personal de gestión y los socios, realizar comunicaciones comerciales basadas en criterios objetivos y no discriminatorios sobre los proyectos concretos, así como conservar la información pertinente durante al menos cinco años.

En segundo lugar, un deber esencial de la PFP es controlar el acceso tanto a la plataforma como a un proyecto concreto, de ahí que la plataforma está obligada a ejercer un proceso de verificación y selección. La LFFE regula directamente el requisito de la admisión de proyectos, así que la PFP como intermediario financiero debe evaluar el cumplimiento tanto de los proyectos como de los promotores y los inversores de los requisitos respectivos, a saber, la comprobación de la identidad y la cualificación de los promotores, el control del límite del importe y número de proyectos, el reembolso de los fondos una vez que no se alcanza el objetivo con prontitud, la garantía del proyecto de préstamos, etc. En cuanto a la relación con los inversores, el control de acceso se refleja en la admisión de ser reconocido como inversor acreditado, por lo que la plataforma debe efectuar una atenta evaluación y cualificación de los inversores de acuerdo con los límites establecidos por la LFFE y a su juicio, asegurar que los inversores no acreditados no inviertan superior a la limitación de la cuantía de aportación.

Además del control de registro de los inversores, la PFP debe ser clara en cuanto al consentimiento del inversor a su inversión en forma de financiación participativa. Por eso, la plataforma debe disponer de las manifestaciones de todos los inversores acreditados sobre su conocimiento de que estarán expuestos a mayores riesgos y menor protección por su identificación como inversor acreditado antes de que operen por primera vez como inversor acreditado<sup>327</sup>. En el caso de los inversores no acreditados, antes de establecer algún compromiso de pago, la PFP debe requerir también una manifestación sobre el

---

<sup>327</sup> La señal de “por primera vez” tiene que ver con la pérdida y la recuperación de la acreditación según el art. 81, apartado 5. Así que, si se recupera de nuevo la identificación como inversor acreditado, no hace falta la expresión repetida.

conocimiento de los riesgos de los proyectos concretos y el umbral de inversión de 10.000 euros en los últimos 12 meses. Con el propósito de facilitar la confirmación de los inversores, esta manifestación puede hacerse mediante expresión escrita o por vía electrónica o telefónica, pero la plataforma debe acreditar que esta manifestación es correcta y corresponde exactamente a tal inversor, así que la utilización de la firma electrónica, sello electrónico si el inversor es una persona jurídica, la involucración de un tercero de confianza u otros medios fiables será oportuno a través de la vía electrónica, y la grabación de la expresión verbal sobre la identificación del inversor será efectiva si la manifestación se realiza mediante la vía telefónica. Todos los justificantes de la expresión deberán conservarse durante al menos cinco años.

La última obligación frente a los clientes es la obligación de información. Esta obligación es un poco dudosa hoy en día debido a que, por un lado, deseamos proporcionar cuanta información posible para los usuarios, pero por otro lado, la abundancia de información normalmente dispersa la atención del cliente.<sup>328</sup> Por lo tanto, la obligación de información requiere no solo que la información se formule de manera completa, sino también que sea concisa, clara y comprensible.<sup>329</sup>

- Obligación general de información

La primera obligación de información es una obligación general que se refiere a proporcionar a sus clientes sobre los derechos y obligaciones que asumen al operar a través

---

<sup>328</sup> Es un reconocimiento en el entorno de comunicación social, “*la abundancia de la información da lugar a la pobreza de la atención*”, que cuanta más información, la escasez de reflexión aumenta. Véase H. A. SIMON, “Designing organizations for an information-rich world”, en Martin Greenberger (ed.) *Computers, communications, and the public interest*, The Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1971. p. 40.

<sup>329</sup> Tal y como lo que el Considerando 7 del Reglamento 2018/1724 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 2 de octubre de 2018, relativo a la creación de una pasarela digital única de acceso a información, procedimientos y servicios de asistencia y resolución de problemas, indica, “[S]e debe considerar que la información es suficientemente exhaustiva cuando incluya toda la información necesaria para que los usuarios comprendan cuáles son sus derechos y obligaciones e identifique las normas que les son aplicables en relación con las actividades que quieren ejercer como usuarios transfronterizos. La información debe formularse de forma clara, concisa y comprensible, ser funcional y estar bien adaptada al grupo de destinatarios”.

de la PFP en virtud del art. 61.

La más importante dentro de la categoría de obligación general de información es la “información básica” que consiste en advertencias sobre los riesgos de la inversión, advertencias como la falta de supervisión de CNMV, así como las tarifas aplicables a retribuir,<sup>330</sup> cuya forma de publicación de la información debe ser clara, oportuna, accesible, y el contenido debe ser suficiente, objetivo y no engañoso. Dado que estas informaciones son “básicas” y “esenciales” para la vinculación de la plataforma con los inversores, existe la exigencia legal de formalizar una comunicación específica a los inversores no acreditados, que no solo incluye la recepción de la comunicación, sino que también debe garantizar la aceptación expresa de estas condiciones<sup>331</sup>.

Como consecuencia de la diferencia de acreditación, se requiere únicamente la verificación de la remisión de este tipo de información, pero esto no representa que no sea necesario emitir estas informaciones básicas a otros clientes acreditados.<sup>332</sup> Además, entendemos que esta obligación no es solo para los clientes registrados en la PFP, sino también para los clientes potenciales.

Otra información general, como, por ejemplo, la relativa a la organización societaria de la plataforma o al funcionamiento de la financiación o la inversión; no obstante, estos

---

<sup>330</sup> Véase M. SÁNCHEZ RUIZ, “Deberes legales y conflictos de intereses de las plataformas de financiación participativa”, cit., p. 23-25.

<sup>331</sup> Véase el art. 83 LFFE.

<sup>332</sup> En el artículo de Hernández Sainz, E., el investigador plantea que estas informaciones son básicas para el inversor en general, véase E. HERNÁNDEZ SÁINZ, “La transparencia como instrumento de protección de los inversores en PYMEs y start-ups a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (crowdfunding de inversión)”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 16, 2015. p. 12, pero ha llevado a algunos que critican que solo se remitan a los inversores no acreditados. Véase A. F. GALACHO ABOLAFIO, “«Crowdfunding y shadow banking»: Plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores”, cit., p. 191-192, y M. FLORES SEGURA, “La tipología de inversores en las operaciones de financiación participativa o «crowdfunding»”, cit., p. 102.

requisitos organizativos y operativos<sup>333</sup> han sido revisados y aprobados por las autoridades, es decir, son más fiables y no es necesario imponer cargas adicionales a la plataforma sobre la divulgación de estas informaciones aprobadas. Además, estos datos son divulgados por la CNMV. A estos efectos, la información básica de la plataforma no forma parte de la obligación de información.

- Obligación de información sobre los promotores y los proyectos

Con respecto a la obligación sobre los promotores y los proyectos, en primer lugar, en coherencia con los arts. 70, apartado 2<sup>334</sup> y 71 de la LFFE, la plataforma tiene que publicar una descripción completa del proyecto y toda la demás información relevante “*que obre en su poder*” en materia de los proyectos y los promotores. Hay que destacar que este requisito de “completa” también beneficia a los promotores, ya que la PFP debe presentar todas las informaciones y no alterar el contenido de la documentación presentada por los promotores de acuerdo con este requisito. Después de la publicación de proyectos, la PFP también debe actualizar el estado de la convocatoria, en particular la participación de los inversores acreditados y la propia plataforma, así como el anuncio de la finalización de la recaudación. Todas estas informaciones deben ponerse a disposición de los inversores participados en la página web durante al menos doce meses después de la finalización de la captación.

Cabe señalar que es importante analizar el contenido del art. 73 de la LFFE. Según este artículo, “[l]os promotores serán responsables frente a los inversores de la información que proporcionen a la plataforma de financiación participativa para su publicación”, se nos transmiten dos signos: por un lado, la plataforma asume la responsabilidad de publicación, y gestiona qué tipo de información debe incluirse en la publicación; por otro lado, es el

---

<sup>333</sup> La expresión de “*requisitos organizativos y operativos*” se encuentra en el Capítulo II de la Propuesta de Reglamento.

<sup>334</sup> Según la interpretación de los arts. 70 y 71 de la LFFE, el apartado 1 parece ser un requerimiento para los promotores aunque el apartado 2 del art. 70 y 71 pone de manifiesto la responsabilidad y el deber de la plataforma.

promotor quien tiene la obligación de asegurar la exactitud del contenido de la publicación. Esta explicación también está en consonancia con el art. 71 en el que se pide a la plataforma que ejerza activamente su poder de gestión y que publique de forma completa e inequívoca, las informaciones proporcionadas por los promotores. En este sentido, hallamos que la obligación de información en materia del contenido de los proyectos y los promotores recae principalmente en la obligación de los promotores,<sup>335</sup> y la plataforma está obligada a administrar o gestionar lo que los promotores deben suministrar al público, es decir, una sub-obligación.

Esta obligación es distinta de la de comprobación de la identidad de los promotores, ya que esta última requiere “una obligación de diligencia” en la admisión de los proyectos, que consiste en una obligación de resultado;<sup>336</sup> en cambio, la provisión de datos de los proyectos solo se requiere para evaluar “con la debida diligencia” los datos suministrados por el promotor, por lo que se trata de una obligación de medio o actuación.

Además, existen obligaciones adicionales si la plataforma brinda el servicio de establecer canal de comunicación entre los clientes, porque la plataforma debe garantizar que la información contenida en este canal sea fácilmente accesible y visible para los inversores potenciales y esa información debe estar en un soporte duradero, en lugar de “en la página web”, durante un plazo de más de cinco años a partir de la terminación de la captación de fondos.

---

<sup>335</sup> Existe autor que piensa que con base en el art. 1258 del Código Civil, la plataforma debe hacer contraste sobre los datos que son accesibles en registros públicos, como, por ejemplo el registro de propiedad de un inmueble. Véase M. CUENA CASAS, “Crowdfunding o préstamo en masa y evaluación de la solvencia del promotor de la financiación”, cit., p. 30.

<sup>336</sup> Véase S. ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, “El equity crowdfunding o inversión en masa - la financiación por medio de emisión de valores y obligaciones”, en Alfonso Martínez-Echevarría, Francisco Pañeda Usunáriz (eds.) *Las plataformas de financiación participativa -crowdfunding-*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2018., p. 71.

Si el promotor tiene la condición de consumidor, el deber de información también incluye la información acerca del riesgo de endeudamiento excesivo que puede surgir una vez obtenida la financiación.

- Obligación de información en las diversas etapas de la inversión

Una obligación muy especial de la PFP es la información previa a la inversión, porque se distingue claramente entre las informaciones obligatorias para el público y las informaciones obligatorias para los inversores potenciales. Por ejemplo, se permite ocultar la identidad del promotor al público, pero es imprescindible que estos datos se publiquen a los inversores potenciales antes de que ellos contribuyan a un proyecto concreto.<sup>337</sup> Además, sí que se permite la indeterminación de las condiciones del proyecto instrumentado mediante préstamos cuando este proyecto se publica, pero es la PFP la que debe detallar su forma de determinación o cálculo antes de que se haga la inversión. Encontramos que todo esto es únicamente relevante para el funcionamiento de la plataforma, ya que ésta puede optar por no diferenciar entre los inversores potenciales y el público, o solicitar la determinación de las informaciones del proyecto de préstamos antes de la publicación de los proyectos. En el caso de que la PFP quiere dar más libertad u opciones a los promotores, tiene que tomar más medidas para proteger a los inversores.

De la misma forma, se diferencia también entre la información para los inversores acreditados y para los no acreditados. Puesto que los inversores no acreditados son los que faltan conocimiento suficiente de la inversión y los riesgos, la plataforma está obligada a garantizar la divulgación específicamente para los inversores no acreditados sobre las

---

<sup>337</sup> En Civislend, la información pública del proyecto consiste en el fondo objetivo, TIN, TAE, plazo de inversión, tipo de riesgo y resumen del proyecto; en The Crowd Angel, solo puede consultarse el fondo captado y objetivo, valor del ticket, porcentaje de equity, cantidad de inversores; Startupxplore permite la publicación en abierto de los datos del fondo objetivo, cantidad de inversores y una introducción del proyecto, mientras que el modelo de negocio, las ventajas y documentación están bloqueados. Véase CIVISLEND, "Marketplace", fecha de consulta 29 mayo 2021, en <https://www.civislend.com/proyectos/en-curso>; STARTUPXPLORE, "Cream Real Betis", fecha de consulta 29 mayo 2021, en <https://startupxplore.com/en/investors/syndicates/cream>; THE CROWD ANGEL, "Cubicup", fecha de consulta 29 mayo 2021, en <https://dozeninvestments.com/oportunidades-de-inversion/cubicup/#resumen>.



condiciones de la financiación en masa, a saber, el proyecto y la información contenida no están sujetos a la autorización y la supervisión de las autoridades competentes, el riesgo probable de pérdida total o parcial del capital invertido, de no remuneración, y de iliquidez para recuperar la inversión, la carencia de ser incluida en el plan de garantía del fondo de garantía de inversiones o del fondo de garantía de depósito.

### 1.3.2. Las responsabilidades de la PFP

Como intermediario financiero, la LEEF regula en su art. 93 una serie de sanciones de carácter administrativo para la PFP: multa en función de la gravedad de la infracción,<sup>338</sup> revocación de la autorización de la PFP,<sup>339</sup> prohibición de solicitar la autorización para otra PFP en un plazo mínimo de un año, separación e inhabilitación para ejercer cargos de administración o puestos equivalentes por un período no superior a diez años, suspensión de la autorización por un período no superior a un año, suspensión en el caso de administración no superior a un año. Además, se aplicarán otras normativas relevantes, incluida la LMV<sup>340</sup>.

Cabe señalar que la responsabilidad bajo la supervisión y administración de la LFFE se formaliza por la consideración de “infracción muy grave”, “infracción grave” e “infracción leve”, y su configuración de responsabilidad es conforme a las obligaciones indicadas, es

---

<sup>338</sup> El art. 93, apartado 1, letra a) indica que la multa por infracción muy grave es una “[m]ulta por importe de entre el triple y el quintuplo del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción, de entre el 5 por ciento y el 10 por ciento del volumen de negocios neto anual total o de entre 75.000 y 200.000 euros”. En el caso de infracciones graves, la multa sería “por importe de entre el doble y el triple del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción, de entre el 3 por ciento y el 5 por ciento del volumen de negocios neto anual total o de entre 50.000 y 100.000 euros”. Por último, la multa sería “por importe de entre el beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción y su doble, de entre el 1 por ciento y el 3 por ciento del volumen de negocios neto anual total o de entre 10.000 y 50.000 euros” si se somete una infracción leve.

<sup>339</sup> La revocación de actividades supone el cese de la actividad de la plataforma tras la notificación a todos los registros públicos y a la PFP. Véase art. 59, apartado 2 de la LFFE.

<sup>340</sup> Son aplicables los arts. 271 a 276 de la LMV.

decir, no tiene nada que ver con la perspectiva contractual o extracontractual.<sup>341</sup>

Se enumera una lista de situaciones en que se encuentran las violaciones de las normas de la LFFE. Con respecto a las infracciones graves, los ilícitos operativos generales;<sup>342</sup> la inadecuada publicación de los proyectos y las informaciones;<sup>343</sup> infracción de las normas de CNMV;<sup>344</sup> incumplimiento reiterado y grave de las normas de conducta (con excepción de los arts. 62 y 64);<sup>345</sup> el incumplimiento de la comprobación de identidad de los promotores (art. 66); violación a los límites del número de proyecto, límite cuantitativo y temporal (arts. 68, 69 y 82); el incumplimiento reiterado y grave de la obligación de provisión de información previa a la inversión a los inversores no acreditados;<sup>346</sup> y repetición de la infracción grave en los últimos cinco años.

---

<sup>341</sup> Véase T. RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, "La responsabilidad de las plataformas: Alcance, límite y estrategias", cit., p. 379.

<sup>342</sup> Hallamos que las infracciones son muy graves en el caso de que la plataforma infringe las disposiciones obligatorias de su organización societaria, así que son ilícitos operativos generales las siguientes actividades: "b) *El incumplimiento por parte de las plataformas de financiación participativa de las prohibiciones previstas en el artículo 52 y de la prohibición de recibir fondos por cuenta de clientes sin la preceptiva autorización establecida en el artículo 52.3.c) La prestación de servicios propios de las plataformas de financiación participativa sin disponer de la autorización preceptiva prevista en el artículo 53. d) La realización no meramente ocasional o aislada por las plataformas de financiación participativa de actividades que no consten en su autorización*". Véase el art. 92, apartado 1 de la LFFE.

<sup>343</sup> Se encuentra la inapropiada publicación de proyectos en dos ocasiones, una es cuando los proyectos no cumplen con los requisitos señalados en el art. 49 y art. 50 (no son formas aceptadas de financiación) y otra es cuando la información publicada es engañosa "que induzca a error en el inversor y en particular la manipulación del porcentaje de incumplimientos, de la tasa de morosidad, de la tasa de rentabilidad, del nivel de riesgo de invertir en un proyecto en concreto o de los proyectos en general publicados en la plataforma" según el art. 92, apartado 1, letra a) y g).

<sup>344</sup> De acuerdo con el art. 92, apartado 1, letra e) y f), cuando se constata la falsificación de documentos durante la obtención de autorización o la negativa o resistencia a la supervisión o inspección de la CNMV, se considera como infracción muy grave.

<sup>345</sup> Las normas de conducta se regulan en el Capítulo III de la LFFE, concretamente, los principios del desarrollo de la actividad intermediaria (art. 60), la mitigación de los conflictos de interés en particular los proyectos vinculantes (arts. 62 y 63).

<sup>346</sup> Según el art. 92, apartado 1, letra k), el deber consiste en "proporcionar la información previa a la que se refiere el artículo 83 y de obtener las manifestaciones de los inversores referidas en las letras c) y d) del artículo 81.2 y en el artículo 84".

En comparación con las infracciones muy graves, las infracciones graves consisten en el defecto de la provisión de información general;<sup>347</sup> el incumplimiento grave y reiterado de las reglas de publicidad del art. 64 y el deber de diligencia sobre la adecuación de los promotores y proyectos según el capítulo IV; el incumplimiento reiterado y grave del deber de información en el capítulo IV;<sup>348</sup> infracción del deber de comunicación con la CNMV; la repetida ocurrencia de la infracción leve dentro de los últimos dos años; y otras infracciones que constituyen infracciones muy graves.

De hecho, encontramos muchas expresiones de “grave”, “reiterada”, “ocasional” y “aislada” para realizar el juicio del grado de infracciones, o sea, la responsabilidad de la plataforma es un estudio caso por caso, a menos que se someta a la prohibición de actividad (art. 52), o a la realización de actividades sin autorización (art. 53), o a la infracción de las normas de CNMV, o a la publicación información engañosa, estas son directamente consideradas como infracción muy grave.

Al mismo tiempo, cabe destacar que estas responsabilidades son acumulables, es decir, un infractor percibirá varias sanciones por diferentes motivos. Cogiendo como referencia, la primera también es la última sanción a la PFP está destinada a la sociedad Housers Global Properties, PFP, SL.<sup>349</sup> debido a un conjunto de infracciones a las normas de LFFE: una infracción muy grave por la falta de información sobre rentabilidades, tarifas y comisiones, riesgos y advertencias, con lo que se vulnera el principio de neutralidad y de actuación en el mejor interés de los clientes; una infracción muy grave por la realización de actividades no autorizada; y una infracción grave por la publicación de proyectos que no reúnen las

---

<sup>347</sup> El defecto puede ser la información incompleta del art. 61, o la demora en la provisión de información o la falta de veracidad de la información que afecta negativamente a la apreciación sobre la naturaleza de la plataforma y las actividades.

<sup>348</sup> Véase el art. 92, apartado 2, letra c) y d).

<sup>349</sup> Véase CNMV, “Resolución de 5 de septiembre de 2019, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracciones muy graves y grave, impuestas a Housers Global Properties, PFP, SL.”, *Boletín Oficial del Estado*, 2019, fecha de consulta 18 septiembre 2019, en <https://www.boe.es/boe/dias/2019/09/26/pdfs/BOE-A-2019-13701.pdf>.

condiciones del art. 49. Entonces la sanción es 90.000 euros, 75.000 euros y 50.000 euros respectivamente con un total de 215.000 euros. Dado que las sanciones por infracciones muy graves o graves deben publicarse tanto en la CNMV como en el Boletín Oficial del Estado, también podemos encontrarse un registro de estas sanciones en la sección “registro de sanciones” de la página web de la CNMV<sup>350</sup>.

Además de estas sanciones, la CNMV puede revocar la autorización concedida cuando la PFP interrumpe “de hecho” las actividades autorizadas durante más de un año; y se somete a la suspensión de la autorización en caso de que existan indicios fundados de infracciones o que estos indicios indiquen un conflicto de interés que resulte en perjuicio de la gestión de la PFP. En este sentido, estas responsabilidades son más leves en comparación con la parte de la sanción, puesto que todavía no ha causado daños o deterioros sustanciales a los clientes.

La LFFE implica la aplicación paralela de otras leyes sobre la relación entre la PFP y sus clientes, así que serán aplicables las normativas sobre protección de los consumidores, protección de los clientes de servicios financieros, así como la Ley 2/2009 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,<sup>351</sup> con la excepción de la regulación del registro, la disposición de un seguro de responsabilidad civil o aval, y la obligación de comunicaciones comerciales, así como la Ley 16/2011. Por ello, es necesario analizar más obligaciones de la PFP que las contenidas en la LFFE en aras de ser coherentes con su multi-rol en el negocio de financiación participativa.

---

<sup>350</sup> Véase CNMV, “Registro público de sanciones impuestas por la CNMV previsto en el artículo 238.H) de la Ley del Mercado de Valores”, fecha de consulta 18 noviembre 2019, en <http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/RegistroSanciones/verRegSanciones.aspx>.

<sup>351</sup> España. 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. *BOE*, 1 de abril de 2009, núm. 79, p. 30843-30859.

## 1.4. La PFP como prestador de servicios

### 1.4.1. Aplicación de la LSSI

#### 1.4.1.1. Objeto de la LSSI

Ante todo, la promulgación de la Ley de Servicios de la Sociedad de la Información y de comercio electrónico<sup>352</sup> (en adelante, LSSI) es el resultado de la transposición de la Directiva 2000/31/CE<sup>353</sup> y la incorporación parcial de la Directiva 98/27/CE<sup>354</sup>. Debido a que la LSD todavía es una propuesta, nuestro análisis basa principalmente en la LSSI.

El objetivo de la LSSI es regular los “servicios de la sociedad de la información”, que se refieren a las actividades realizadas por medios electrónicos en la medida en que representen una actividad económica para el prestador<sup>355</sup> según la Exposición de Motivo. En este servicio se destaca que se trata de un servicio prestado a título oneroso<sup>356</sup>, a distancia o por vía electrónica y a petición individual del destinatario,<sup>357</sup> de conformidad con

---

<sup>352</sup> España. Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico. *BOE*, 12 de julio de 2002, núm. 166, p. 25388-25403.

<sup>353</sup> Directiva 2000/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, 8 de junio de 2000, relativa a determinados aspectos jurídicos de los servicios de la sociedad de la información, en particular el comercio electrónico en el mercado interior (Directiva sobre el comercio electrónico). *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, 17 de julio de 2000, núm. 178, p. 1-16.

<sup>354</sup> Directiva 98/27/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, 19 de mayo de 1998, relativa a las acciones de cesación en materia de protección de los intereses de los consumidores. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, 11 de junio de 1998, núm. 166, p. 51-55.

<sup>355</sup> La Exposición de Motivos, Parte II de la LSSI indica las actividades que están regulados por esta Ley, las cuales incluyen “*la contratación de bienes y servicios por vía electrónica, el suministro de información por dicho medio (como el que efectúan los periódicos o revistas que pueden encontrarse en la red), las actividades de intermediación relativas a la provisión de acceso a la red, a la transmisión de datos por redes de telecomunicaciones, a la realización de copia temporal de las páginas de Internet solicitadas por los usuarios, al alojamiento en los propios servidores de información, servicios o aplicaciones facilitados por otros o a la provisión de instrumentos de búsqueda o de enlaces a otros sitios de Internet, así como cualquier otro servicio que se preste a petición individual de los usuarios (descarga de archivos de vídeo o audio...)*”.

<sup>356</sup> Siempre que los servicios constituyan una actividad económica para el prestador de servicios, podremos reconocerlos como servicios de la sociedad de la información. Véase Anexo de definiciones de la LSSI, apartado a).

<sup>357</sup> Anexo de definiciones de la LSSI, apartado a).

el Anexo de definiciones. Dichos servicios son prestados por los prestadores de servicios establecidos<sup>358</sup> en España<sup>359</sup>, incluyendo “*los operadores de telecomunicaciones, los proveedores de acceso a Internet, los portales, los motores de búsqueda*”<sup>360</sup>.

Para estimar si es aplicable la LSSI a la plataforma de financiación participativa, lo más importante es juzgar si la plataforma tiene facultad para prestar un servicio de la sociedad de la información, por lo que el problema radica en si el servicio prestado es efectivamente un servicio de la sociedad de la información. Al ser la PFP una plataforma virtual (mediante la página web u la aplicación móvil) cuyo funcionamiento se basa en Internet, cumple así con el requisito de prestar un servicio “a distancia o por vía electrónica”. El hecho de cobrar comisiones por parte de la plataforma colaborativa permite concluir que la actividad ejercida es “a título oneroso”; y el servicio de la PFP está condicionado a la solicitud de los usuarios. Así pues, podemos concluir que el servicio prestado por la PFP es el servicio de la sociedad de la información, y la PFP es, por lo tanto, un prestador de servicios. Por lo tanto, la LSSI es aplicable a las PFP.

Los usuarios, tanto los promotores como los inversores, tienen la consideración de “destinatario” en el ámbito de aplicación de la LSSI, ya que es destinatario “*la persona física o jurídica que utiliza, sea o no por motivos profesionales, un servicio de la sociedad de la información*”<sup>361</sup>.

---

<sup>358</sup> “Establecimiento” es el lugar donde la empresa dirige y gestiona una actividad económica, lo que coincide con la definición de las normativas tributarias, en el art. 8, apartado 1 de la LSSI “*se considerarán residentes en territorio español las entidades en las que concurra alguno de los siguientes requisitos: a) Que se hubieran constituido conforme a las leyes españolas. b) Que tengan su domicilio social en territorio español. c) Que tengan su sede de dirección efectiva en territorio español*”.

<sup>359</sup> Véase el art. 2 de la LSSI.

<sup>360</sup> Véase Exposición de Motivos, Parte II de la LSSI.

<sup>361</sup> Anexo de definiciones de la LSSI, apartado d).

#### 1.4.1.2. *Ámbito de aplicación*

La LSSI es aplicable al prestador establecido en España y a los servicios prestados por este prestador; en concreto, cuando la residencia o el domicilio social se encuentre en el territorio español siempre y cuando coincida con el lugar de la gestión administrativa y la dirección de sus negocios; o dónde efectúe dicha dirección o gestión (art. 2).

Con respecto a la PFP, uno de los requisitos para que la LFFE sea aplicable es que las plataformas estén válidamente constituidas en territorio nacional, y en la *praxis*, todas las PFP autorizadas tienen el domicilio social en España. En este sentido, la PFP que discutimos tiene un establecimiento en España y cumple con el requisito de la LSSI.

Por último, los servicios que presta la plataforma de financiación participativa no están en la lista de servicios excluidos en el art. 5 de la LSSI, por lo tanto, la LSSI es aplicable en nuestro caso y podemos utilizarla para analizar las obligaciones y responsabilidad de la PFP cuando actúa como prestador de servicio.

Acerca de la aplicación de LMD en nuestra discusión en general, LMD pretende reforzar las obligaciones de las grandes plataformas dado que éstas actúan como guardianes del mercado digital, si bien su finalidad de regular las actuaciones de estas plataformas radica en última instancia en presentar una solución a los problemas de disputabilidad y prácticas desleales; es decir, solo una parte de los proveedores de servicios de plataformas básicas son objeto de LMD.<sup>362</sup> Conforme a la delineación del concepto “guardianes de acceso”, las plataformas deben tener “i) un impacto significativo en el mercado interior, ii) operar una o más puertas de acceso importantes hacia clientes y iii) una posición afianzada y duradera en sus operaciones”<sup>363</sup>. Cabe puntualizar aquí que acerca de la expresión “impacto

---

<sup>362</sup> Véase COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre mercados disputables y equitativos en el sector digital (Ley de Mercados Digitales) COM(2020) 842 final*, cit., Exposición de Motivos, p. 1-2.

<sup>363</sup> *Ibid.*, p. 2.

significativo”, se presume como tal cuando la plataforma (sociedad) tenga un volumen de negocios anual igual o superior a 6.500 millones de euros en territorio europeo en los últimos años, o cuando el valor del mercado (la capitalización bursátil media o el valor justo de mercado equivalente) sea de más de 65. 000 euros, o bien en aquellos supuestos en los que la plataforma preste servicios en al menos tres Estados miembros.<sup>364</sup> Dado que la PFP se dedica a la micro financiación en la que cada proyecto no puede recaudar más de 5 millones de euros y todavía no ha empezado la aplicación de autorización uniforme en la UE, es difícil aplicar la LMD en nuestro caso.

De conformidad con el art. 1.3 de la LSD, este reglamento es aplicado a *“los servicios intermediarios prestados a destinatarios del servicio que tengan su lugar de establecimiento o residencia en la Unión, con independencia del lugar de establecimiento de los prestadores de dichos servicios”*; es decir, tiene dos criterios de aplicación: uno referente al servicio intermediario o un servicio de esa índole; mientras que el otro se refiere a dónde ubican los usuarios. La PFP presta el servicio de intermediación y puede considerarse como una plataforma en línea; adicionalmente, esta plataforma abarca los clientes de España, por lo que es aplicable la LSD en el funcionamiento de la PFP.

#### 1.4.2. Las obligaciones de la PFP

Es necesario diferenciar claramente entre los servicios de la sociedad de la información y el servicio de intermediación, ya que la plataforma puede estar protegida por el régimen de “puerto seguro” cuando presta el servicio de intermediación en determinadas circunstancias.

El servicio de intermediación es una subcategoría de los servicios de la sociedad de la información, que consta de facilitar la prestación de otros servicios de la sociedad de la

---

<sup>364</sup> Véase el art. 3 de la LMD.



información o el acceso a la información.<sup>365</sup> La LSSI enumera algunos servicios típicos del servicio de intermediación: servicio de acceso a Internet o transmisión de datos por redes de telecomunicaciones,<sup>366</sup> realización de copia temporal de las páginas web,<sup>367</sup> alojamiento de datos,<sup>368</sup> instrumentos de búsqueda o recopilación de enlaces,<sup>369</sup> entre otros.<sup>370</sup>

De la definición se desprende que, en principio, la función del intermediario consiste en “mantener una infraestructura que permite la comunicación de información y la realización de actividades económicas u otro tipo de actividades a través de Internet”<sup>371</sup> de acuerdo con el informe del Parlamento Europeo. Además, la OECD amplía el concepto de este término, afirmando que “el «intermediario de Internet» reúne o facilita las transacciones entre terceros en Internet. Permiten acceder, alojar, transmitir e indexar contenidos, productos y servicios originados por terceros en Internet o prestar servicios basados en Internet a terceros” y los subtipos, por ejemplo, contienen el “intermediario de e-comercio” como la Amazon, eBay, el sistema de pago, el buscador; el “sistema de pago”, como Visa y PayPal; buscador o portal por Internet, como Google, Baidu; y plataforma participativa,

---

<sup>365</sup> Véase Anexo de definiciones de la LSSI, apartado b).

<sup>366</sup> Según el art. 14 de la LSSI, son operadores de redes de telecomunicaciones y proveedores de acceso a una red de telecomunicaciones quienes prestan un servicio de transmisión a través de una red de telecomunicaciones de datos facilitados por el destinatario del servicio o facilitan acceso a los mismos; si existe un almacenamiento automático, provisional y transitorio de los datos por la necesidad de transmisión y provisión de acceso, esta actuación de alojamiento de datos debe estar delimitada en su duración y su objetivo principal es la transmisión.

<sup>367</sup> La copia temporal está destinada a la circunstancia de que con la finalidad de hacer más eficiente la transmisión de datos por una red de telecomunicaciones por parte de un destinatario del servicio a otros destinatarios que los soliciten, los almacene el prestador en sus sistemas de forma automática, provisional y temporal, véase el art. 15 LSSI.

<sup>368</sup> Los servicios de alojamiento o almacenamiento de datos constan de alojar los datos proporcionados a petición del destinatario de acuerdo con el art. 16, apartado 1 de la LSSI.

<sup>369</sup> Cuando el prestador brinda el servicio de facilitar enlaces a otros contenidos, o incluir en sus directorios o instrumentos de búsqueda de contenidos, tiene la consideración de prestador de servicio de intermediación. Véase el art. 17, apartado 1 de la LSSI.

<sup>370</sup> La LSD reconoce la clasificación entre el servicio de mera transmisión, el servicio de memoria tampón, así como el servicio de alojamiento de datos y el servicio de plataforma en línea. Véase los arts. 3-5 de la LSD.

<sup>371</sup> G. SARTOR, *Providers liability: From the eCommerce directive to the future*, 2017. p. 6.

como Facebook, LinkedIn, etc.<sup>372</sup>

Por consiguiente, en el marco jurídico de la discusión sobre la PFP, cuando la plataforma proporcione principalmente acceso a los usuarios, permita la comunicación de información entre ellos y realice un alojamiento de datos de proyectos publicados con el objetivo de que los usuarios concierten un acuerdo de financiación, será considerada como prestador de servicios de intermediación. Adicionalmente, la PFP, como un ejemplo típico de economía colaborativa, presta de algún modo el servicio subyacente en la relación financiera entre los clientes, en tal caso, el servicio no es de intermediación. En otras palabras, los intermediarios pueden tener funciones simultáneas diferentes, desempeñando varios roles como intermediarios, destinatarios, e incluso el proveedor de contenidos o servicios.<sup>373</sup> Este es también el caso de la PFP, puesto que la plataforma de financiación participativa debe brindar un servicio de “recepción, selección y publicación de proyectos”, lo que constituye una función mixta de prestador y prestador de servicios de intermediación; o cuando la plataforma es una PFP híbrida, es un conjunto de funciones como prestadores de servicios de intermediación; o se supone que la plataforma emita un proyecto o participa en un proyecto publicado, la plataforma tiene una doble función actuando como el intermediario y el destinatario.

En definitiva, no es tan sencillo clasificar a la PFP como prestador de servicios de intermediación debido a que la PFP asume dos funciones al mismo tiempo, por lo que es necesario realizar un análisis caso por caso para determinar su responsabilidad en función de su papel en el servicio prestado. La LSSI establece una serie de obligaciones para los prestadores de servicios, a saber, deber de información general; deber de colaboración con las autoridades competentes; obligación de información de seguridad informática para los

---

<sup>372</sup> K. PERSET, “The economic and social role of Internet intermediaries”, *OECD*, 2010, fecha de consulta 19 noviembre 2019, en <https://www.oecd.org/internet/ieconomy/44949023.pdf>. p. 9.

<sup>373</sup> La PFP, como un ejemplo típico de economía colaborativa, presta de algún modo el servicio subyacente en la relación financiera entre los clientes. Véase *Ibid.*, p. 10.

proveedores de acceso a Internet; así como obligaciones en materia de comunicación comercial y en el proceso de contratación. Por lo tanto, analizamos las obligaciones del prestador de servicios de la PFP según estos servicios.

#### *1.4.2.1. Deber de información general*

El art. 10.1. de la LSSI delimita el marco del deber de información general, conocido como aviso legal o términos y condiciones en la *praxis*, que consiste en la divulgación “*de forma permanente, fácil, directa y gratuita*” de los datos mediante medios electrónicos.

Las informaciones que debe emitir hacen referencia a la identificación del prestador, en particular los medios efectivos de contacto al prestador, los datos de la inscripción en las autoridades administrativas (CNMV o el Banco de España, en nuestro caso) y los datos de la autorización del establecimiento de PFP, otros datos básicos societarios como el número de identificación fiscal (NIF) de la sociedad, el precio del servicio, así como los códigos de conducta que esté adherido.

En comparación con el deber de información básica de la LFFE, el requisito de informar sobre el precio de la prestación del servicio es el común, pero la LSSI requiere más sobre la identificación de la plataforma porque estas sociedades no están sujetas a la aprobación de autoridades oficiales y este deber así constituye una forma de verificación. Teniendo en cuenta que la LSSI no supone una excepción de este deber, aunque la LFFE y la CNMV han verificado la veracidad de identidad, la PFP necesita obedecer lo establecido en la LSSI, es decir, publicar las informaciones básicas de la sociedad.

#### *1.4.2.2. Deber de colaboración con autoridades*

La primera colaboración se refleja en dos aspectos: por un lado, poner a disposición de los órganos competentes, incluidos el Ministerio de Industria, Energía y Turismo y el Ministerio de Ciencia y Tecnología información básica sobre el ejercicio de sus funciones por parte del

prestador; por otro lado, permitir el acceso a las instalaciones y a la documentación pertinente a los inspectores cuando se considere oportuno según la normativa correspondiente.

Además, considerando que los organismos tienen competencia para suspender el servicio de la sociedad de la información y la retirada de contenidos del prestador, es deber del prestador o del prestador de servicio de intermediación establecido en España colaborar con el órgano administrativo u órgano jurisdiccional competente con el fin de que realice su trabajo.

En el proceso de suspensión o retirada del contenido, tanto las plataformas como las autoridades deben respetar los derechos a la intimidad personal, protección de los datos personales, libertad de información, entre otros derechos básicos de los destinatarios, por lo que las acciones que se realicen deben ser objetivas, proporcionadas y no discriminatorias, de forma cautelar o con base en las resoluciones administrativas o judiciales.

#### *1.4.2.3. Deber de información sobre seguridad informática*

El último deber que impone la LSSI es el deber de información acerca de la seguridad informática para los proveedores de servicios de intermediación, en particular en el caso del servicio de acceso a Internet. Cuando la plataforma presta este servicio, está obligada a informar, de forma permanente, fácil, directa y gratuita, en materia de las medidas adoptadas para garantizar la seguridad informática en la provisión de los servicios; las herramientas del filtro o de restricción de acceso; información sobre las posibles responsabilidades en las que se pueda incurrir debido al uso ilícito de la plataforma o a la vulneración de los derechos de propiedad intelectual e industrial a los clientes.

Por una parte, se obliga a la plataforma a ejecutar cuantas medidas posibles para crear un entorno de comercio más fiable; por otra parte, es una obligación mutua que insta a los clientes a asumir también ciertas obligaciones para mantener la seguridad del mercado virtual.

#### 1.4.2.4. *Obligación en materia de comunicaciones comerciales*

Primeramente, aunque la LMV establece que “*cualquier forma de comunicación publicitaria, deberá intervenir una entidad autorizada para prestar servicios de inversión a efectos de la comercialización de los valores emitidos*”, la plataforma de financiación está exenta de la obligación de autorización siempre y cuando la PFP esté debidamente autorizada y esté ejerciendo su actividad;<sup>374</sup> en otras palabras, la PFP puede realizar publicidades y comunicaciones comerciales sobre su plataforma y los proyectos concretos seleccionados en cumplimiento del deber de neutralidad y otros principios de la LFFE, pero no se pormenoriza el requisito del contenido de dicha publicidad en dicha ley.

La LSSI propone más requisitos detallados que las plataformas deben cumplir si pretenden publicar su anuncio por vía electrónica, además de que el contenido de las comunicaciones de carácter comercial se rige por la normativa propia, como, por ejemplo, la Ley 34/1988 General de Publicidad,<sup>375</sup> o la Ley Orgánica 3/2018 de Protección de Datos Personales y garantía de los derechos digitales (en adelante, LOPDGDD)<sup>376</sup>.

En primer lugar, las comunicaciones y la persona en nombre de la cual se realiza deben ser claramente identificables evitando el confuso de identidad del remitente o el redireccionamiento a las páginas de Internet que no cumplen con estos requisitos.

---

<sup>374</sup> Véase el art. 35, apartado 3 de la LMV.

<sup>375</sup> España. Ley 34/1988, de 11 de noviembre, General de Publicidad. *BOE*, 15 de noviembre de 1988, núm. 274, p. 32464-32467.

<sup>376</sup> España. Ley Orgánica 3/2018, de 5 de diciembre, de Protección de Datos Personales y garantía de los derechos digitales. *BOE*, 6 de diciembre de 2018, núm. 294, p. 119788-119857.

En segundo lugar, la comunicación comercial por correo electrónico u otro medio de comunicación electrónica debe basarse en el previo consentimiento del destinatario mediante la solicitud o la expresión autorización. Además, debe asegurar el derecho de oposición de los destinatarios sobre el tratamiento de sus datos y el envío de comunicaciones de carácter de promoción de forma sencilla, gratuita, con una simple notificación en el momento de la recolección de datos, así como en cada publicidad que envíe. Con el objeto de facilitar el ejercicio del derecho de oposición, la plataforma está obligada de proporcionar información accesible por correo electrónico u otros medios equivalentes sobre el procedimiento de bajar la suscripción o el tratamiento de datos. Esta obligación también coincide con lo que establece en la protección de datos.

En tercer lugar, si la plataforma ejecuta la actividad del almacenamiento y recuperación de datos en equipos terminales de los destinatarios (por ejemplo, cookies), hay que presentar información clara y completa sobre la utilización a ellos y tener sus consentimientos antes de la realización de la actividad.

#### *1.4.2.5. Obligación acerca de la contratación*

Como se ha mencionado en el art. 23 de la LSSI, “[l]os contratos celebrados por vía electrónica producirán todos los efectos previstos por el ordenamiento jurídico, cuando concurren el consentimiento y los demás requisitos necesarios para su validez”, y tal y como prevé en el art. 27.1 que el Código Civil, el Código de Comercio y otras normas sobre contratos son compatibles con la LSSI y aplicables a los contratos electrónicos, salvo los contratos relativos al Derecho de familia y sucesiones, o actos jurídicos u contratos

regulados en la ley específica.<sup>377</sup> En nuestro caso, los contratos celebrados en la plataforma son contratos civiles o mercantiles, por lo que no están en la lista de exclusión.

La plataforma no está obligada a cumplir las obligaciones previas y posteriores a la contratación cuando

*“a) ambos contratantes así lo acuerden y ninguno de ellos tenga la consideración de consumidor o b) el contrato se haya celebrado exclusivamente mediante intercambio de correo electrónico u otro tipo de comunicación electrónica equivalente [(el art. 27, apartado 2 de la LSSI)], o “[e]l contrato se haya celebrado exclusivamente mediante intercambio de correo electrónico u otro tipo de comunicación electrónica equivalente, cuando estos medios no sean empleados con el exclusivo propósito de eludir el cumplimiento de tal obligación [posterior a la celebración del contrato] (el art. 28, apartado 3 de la LSSI)”.*

En nuestro caso, los contratos con la PFP claramente son contratos *click-wrap*<sup>378</sup> y no cumplen el segundo supuesto. Por otra parte, muchos de los inversores son considerados como consumidores;<sup>379</sup> al mismo tiempo, considerando que los contratos son contratos de condiciones generales, tampoco cumplen con los requisitos contenidos en el primer supuesto. Por ello, la PFP está obligada a publicar las informaciones descritas.

---

<sup>377</sup> Cabe señalar que las obligaciones contenidas en la LSSI en materia de obligaciones precontractuales tienen carácter supletorio a otras normas. Por ejemplo, el art. 97.7 de la TRLGDCU indica que “[l]os requisitos de información establecidos en este capítulo [Información precontractual y contratos] se entenderán como adicionales a los requisitos que figuran en la [...] Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico. Sin perjuicio de lo dispuesto en el párrafo anterior, si una disposición general o sectorial sobre prestación de servicios, incluidos los servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico, relativa al contenido o el modo en que se debe proporcionar la información entrara en conflicto con alguna disposición de esta ley, prevalecerá la disposición de esta ley”. A pesar de que este artículo atribuya un carácter adicional al TRLGDCU frente al de la LSSI, pero la declaración de prioridad indica que las obligaciones de informaciones de la LSSI complementan a las demás normas especiales.

<sup>378</sup> Los contratos *click-wrap* son “contratos en los que la oferta y la aceptación del contrato se manifiestan por sucesivos *clicks* en un determinado sitio web”. Véase S. ROJAS; J. B. FCO., “Obligaciones de información previas y posteriores a la contratación en la Ley de servicios de la sociedad de la información y del comercio electrónico”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, 8, 2004., p. 67.

<sup>379</sup> Véase apartado 3 de este Capítulo.

La LSSI dispone que el prestador que realice actividades de contratación electrónica ha de cumplir la obligación previa a la contratación. Esta obligación consiste en poner a disposición del destinatario algunas informaciones claras, comprensibles e inequívocas antes de la contratación y debe dar a conocer a los clientes mediante medios de comunicación adecuados, de forma permanente, fácil y gratuita antes de iniciar el procedimiento de la celebración de contrato, en materia de la lengua de la formalización del contrato, de los medios técnicos para identificar y corregir errores en la introducción de los datos, así como si el contrato va a ser archivado y accesible, sin perjuicio de que si existen condiciones generales, estas cláusulas deben ser almacenadas y reproducidas por el destinatario. Esta obligación también puede estar cumplida por la publicación en el sitio web o la dirección de Internet que se cuenta con pantallas de formato reducido. En la financiación colectiva, la plataforma debería haber realizado las obligaciones de información según la LFFE, así que esta obligación de LSSI suplementaria no es un obstáculo para la PFP.

A continuación, las plataformas también asumen deberes de información posteriores a la celebración del contrato. El prestador está obligado a confirmar la aceptación de la oferta del contrato, hay que enviar un acuse de recibo a otra parte dentro de 24 horas desde la recepción de la aceptación o en el momento en que el aceptante hay terminado el procedimiento de contratación (como rellenar el formulario online); en cambio, aunque el prestador no es el responsable de confirmar, sino el destinatario, tienen que hacer posible el cumplimiento de esta obligación del destinatario.

Por último, en cuanto a las obligaciones mencionadas en los apartados 1.4.2.1-1.4.2.5, la LSD propone requisitos pormenorizados o profundos cuando, por ejemplo, en lo referente al deber de información se requiere que la publicación de informes sobre moderación de contenidos (art. 13), el mecanismo de notificación y acción para que los usuarios puedan recibir los avisos sean lo “suficientemente precisos y adecuadamente fundamentados” de los contenidos ilícitos (art. 14); se exige la notificación de sospechas de delitos (art. 21)



como una parte de la obligación de colaboración con las autoridades; se debe adoptar las medidas técnicas para enviar los avisos por alertadores fiables (art. 19); en la obligación de publicación, la LSD establece que las plataformas de muy gran tamaño deben guardar las publicidades en el repositorio e incluir tanto el contenido de la publicidad, como los destinatarios y los parámetros de selección de la publicidad hasta un año (art. 30); y por último, en el proceso de contratación a distancia con comerciantes, ha de asegurarse la trazabilidad de los comerciantes (art. 22). Adicionalmente, la LSD presume obligaciones más intensas al prestador de servicio, entre las cuales se encuentra el mecanismo de reclamación y de recurso y solución extrajudicial de litigios (arts. 17-18), auditoría de riesgos externos (art. 25) y rendición de cuentas públicas (art. 28), así como el sistema de recomendación (art. 29).

En comparación con la LSSI, la LSD se podría calificar como la forma de regulación más estricta sobre la plataforma, y donde la PFP por su parte pertenece normalmente a la categoría de plataforma en línea, por lo cual debe asumir más obligaciones que otros prestadores de servicios intermediarios. A pesar de que la LSD es una propuesta reciente, la tendencia es clara: la división de las plataformas según sus funciones, donde las que prestan más servicios deberán también asumir más obligaciones con el fin de *“crear un entorno en línea transparente y seguro”*<sup>380</sup>.

#### 1.4.3. Consecuencias del incumplimiento de las obligaciones de la PFP

La LSSI también establece un régimen de responsabilidad para determinados incumplimientos de las obligaciones mencionadas en el Título VII.

---

<sup>380</sup> COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a un mercado único de servicios digitales (Ley de servicios digitales) y por el que se modifica la Directiva 2000/31/CE COM (2020) 825 final*, cit., p. 3, 15.

#### 1.4.3.1. Exención de la responsabilidad por prestador de servicio de intermediación

En principio, se dispone que los prestadores de servicios están sujetos a la responsabilidad civil, penal y administrativa en conforme con el art. 13 LSSI, sin perjuicio de las infracciones y sanciones previstas en esta ley.

Una exención de dicha responsabilidad civil, penal o administrativa<sup>381</sup> radica en el supuesto de que el prestador sea un prestador de servicio de intermediación (arts. 14-17 de la LSSI) siempre que el prestador realice una mera transmisión de datos, actividades de *caching* o *hosting*,<sup>382</sup> y no tenga control o conocimiento<sup>383</sup> sobre el contenido de las actuaciones ilícitas, puesto que la plataforma no tiene una obligación general de supervisar ni realizar una búsqueda activa de las actividades ilícitas, es decir, adopta un rol técnico, automático y pasivo<sup>384</sup> cuando está actuando como intermediario, basándose en lo cual la cuestión de la responsabilidad no entra en consideración al carecerse aquí de un criterio uniforme para

---

<sup>381</sup> E. ARROYO AMAYUELAS, "La responsabilidad de los intermediarios en internet ¿puertos seguros a prueba de futuro?", *Cuadernos De Derecho Transnacional*, vol. 12, 1, 2020., p. 809.

<sup>382</sup> En función de la actividad de la plataforma, la LSSI fija criterios diferentes para aplicar la norma de exención. En el caso de operadores de redes y proveedores de acceso, no pueden suscitar la transmisión, modificar los datos o seleccionar los datos a enviar, salvo una manipulación estrictamente técnica de los archivos; si el servicio es la copia temporal, el prestador no asume la responsabilidad derivada del contenido o por la reproducción temporal de este contenido siempre y cuando "a) *No modifican la información.* b) *Permiten el acceso a ella sólo a los destinatarios que cumplan las condiciones impuestas a tal fin, por el destinatario cuya información se solicita.* c) *Respetan las normas generalmente aceptadas y aplicadas por el sector para la actualización de la información.* d) *No interfieren en la utilización lícita de tecnología generalmente aceptada y empleada por el sector, con el fin de obtener datos sobre la utilización de la información, y e) Retiran la información que hayan almacenado o hacen imposible el acceso a ella, en cuanto tengan conocimiento efectivo de: 1.º Que ha sido retirada del lugar de la red en que se encontraba inicialmente. 2.º Que se ha imposibilitado el acceso a ella, o 3.º Que un tribunal u órgano administrativo competente ha ordenado retirarla o impedir que se acceda a ella"; por último, se subraya el conocimiento efectivo (a través de la declaración de órgano competente o la existente declaración de la lesión), la actuación sobre la retirada de los datos, enlaces o la inaccesibilidad a los mismos, la dirección, autoridad o control cuando el prestador ofrezca el servicio de alojamiento, almacenamiento de datos o servicios que faciliten enlaces a contenidos o instrumentos de búsqueda. Véase los arts. 14-17 LSSI, también puede consulta los arts. 12-14 de la Directiva 2000/31, de 8 de junio, sobre comercio electrónico.*

<sup>383</sup> Véase Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Gran Sala), de 20 de diciembre de 2017, asunto C-434/15, Asociación Profesional Élite Taxi contra Uber Systems Spain, S.L. y la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Gran Sala), de 12 de julio de 2011, asunto C-324/09, L'Oréal SA et al. contra eBay International AG et al.

<sup>384</sup> E. ARROYO AMAYUELAS, "La responsabilidad de los intermediarios en internet ¿puertos seguros a prueba de futuro?", cit., p. 815.

juzgar la conducta de “técnico, automático y pasivo”<sup>385</sup>. La LSD suprime así el marco de exención de responsabilidad, aunque se mantiene la base de la LSSI: los servicios de mera transmisión (art. 3), memoria tampón (art. 4) y alojamiento de datos (art. 5) quedan exentos de responsabilidad, pero el prestador debe actuar de manera oportuna para retirar o inhabilitar los contenidos ilícitos al tener “conocimiento efectivo”. La LSD propone, además, que las exenciones de responsabilidad no se ven afectadas por la realización de investigaciones voluntarias derivadas de la iniciativa propia o el cumplimiento de la ley, y esa exención no implica una obligación general de supervisión o de búsqueda activa de hechos (arts. 6-7).

Lo más destacado en la LSD es que se excluye de forma clara la aplicación de exención de responsabilidad a las plataformas en línea, lo que permite a los consumidores formalizar contratos a distancia con comerciantes en vista de que las plataformas induzca al consumidor medio y razonablemente a creer que la información presentada ha sido facilitada por las plataformas o bajo su autoridad o control desde una vertiente objetiva; es decir, se presume que las plataformas en línea tengan conocimiento de la información o control sobre la misma.<sup>386</sup>

En el asunto de la PFP, los arts. 14 y 15 de la LSSI no ajustan al entorno de discusión de la PFP, puesto que la plataforma no presta servicios de mera transmisión o “memoria tampón”.<sup>387</sup> Sin embargo, esta exención debe considerarse en combinación con el art. 73

---

<sup>385</sup> Por ejemplo, en el caso de C-324/09, tanto la sentencia como la opinión del Abogado General consideran que cuando el prestador ayuda y promueve o fomenta las actividades del usuario, se supone que la promoción implica un rol activo, véase Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Gran Sala), de 12 de julio de 2011, asunto C-324/09, L'Oréal SA et al. contra eBay International AG et al.; la sentencia de Alemania declara que la actuación de proporcionar los vínculos de la publicidad en línea implica el papel activo; la sentencia francesa indica que la plataforma de comparación de precios desempeña el rol activo porque los comerciantes pagan una cuota adicional para obtener los primeros puestos, entre otras opiniones sobre el “rol activo”. Véase *Ibid.*, p. 815-816.

<sup>386</sup> Véase Consideración (23) y el art. 5 de la LSD.

<sup>387</sup> Véase COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación: Una agenda europea para la economía colaborativa COM(2016) 365 final*, cit., p. 9; R. KOOLHOVEN; NEPELENBROEK; S. ECHEVERRIA; VERDI, *Impulse paper on specific liability issues raised by the collaborative economy in the accommodation sector*, 2016., p. 25.

de la LFFE, que redacta “[/]os promotores serán responsables frente a los inversores de la información que proporcionen a la plataforma de financiación participativa para su publicación”, es decir, en la relación del promotor y el inversor, sí la PFP exime la responsabilidad causada por el promotor. No obstante, esto no implica que la PFP esté plenamente exenta de la responsabilidad, puesto que la PFP tiene una relación estrecha con los promotores y es posible que deba asumir una responsabilidad propia o una responsabilidad común con el promotor frente al inversor<sup>388</sup>. En este sentido, nos referimos a que el promotor es el exclusivo responsable sobre el contenido de información proporcionada, pero ¿qué sucede si la plataforma queda exenta frente a los inversores?

De modo que investigamos la circunstancia en base de la LSSI, repasamos el funcionamiento y la relación legal del negocio de financiación participativa. En principio, los promotores tienen que presentar dos veces la información en materia de los proyectos y de ellos mismos, la primera vez se centra en el proceso de selección por parte de la plataforma, y la segunda vez se destina a los inversores para que éstos invierten en su proyecto. Al inicio, hemos de aclarar que, por un lado, el contenido de estas informaciones para la PFP y los inversores es esencialmente el mismo (por ejemplo, la identidad del promotor, la duración de la financiación, la condición económica del promotor, así como la explicación de los detalles de los proyectos, entre otros datos relevantes al deber de supervisión de la plataforma); por otro lado, es la plataforma la que publica la información de la segunda vez tras la finalización de la evaluación con la debida diligencia tanto del contenido del proyecto como de la comprobación del promotor. En consecuencia, es difícil dispensar la responsabilidad de la plataforma por el defecto de la información publicada. No se niega que es probable que existiera modificación de la información en la segunda documentación aportada, pero esta modificación debe ser no sustancial porque esto va a afectar el resultado de la selección, lo cual no va a ser permitido por la plataforma

---

<sup>388</sup> Cuando el prestador y el destinatario tienen una conveniencia, una colaboración expresa, y el prestador le hace de apoyo, podrá declararse la responsabilidad de la plataforma, véase SGAE vs. AI, SJPI, núm. 42, Madrid, de 15 de junio de 2005.

normalmente. Por lo tanto, la PFP tiene control sobre la publicación de proyectos en su proceso de funcionamiento.

Volvemos a la discusión en el contexto del servicio de información de intermediación, como se indicó en la LSSI y ha sido avalado a través de varios casos resueltos por el TJUE, para juzgar la existencia de responsabilidad es esencial averiguar el control y el conocimiento del contenido de la información. Dado que la PFP ya ha tenido suficiente conocimiento sobre los proyectos y los promotores por su actividad obligatoria, y en base del funcionamiento descrito, es obvio que la PFP tiene conocimiento sobre el contenido de los datos almacenados, y activamente comprometerse en el negocio debido a la obligación establecida en la LFFE. Por todo esto, el “puerto seguro”, la exención de responsabilidad, predicable del prestador de servicios de información de intermediación no es aplicable a la PFP. Esta pregunta también puede solucionarse en la LSD porque la PFP facilita la contratación a distancia entre los inversores y promotores, así no puede beneficiarse de la exención condicionada de responsabilidad.

Al mismo tiempo, no podemos olvidarnos de la situación en la que la provisión de servicio de selección de proyectos de financiación participativa hace que la plataforma se convierta en un prestador de servicio subyacente, además de prestar el servicio de intermediación entre los inversores y promotores, de manera que tampoco puede beneficiarse del mecanismo de exención de responsabilidad.

#### *1.4.3.2. Sanciones establecidas en la LSSI*

Ante todo, el prestador es el responsable por la infracción tipificada en la LSSI, sin perjuicio de que otros sujetos relevantes pueden ser sancionados por no adoptar las medidas

oportunas.<sup>389</sup> En este apartado, estudiaremos únicamente la responsabilidad de la plataforma de financiación participativa. Además, la LSSI provee la posibilidad de la concurrencia de sanciones y menciona que la sanción prevista “*no impedirá la tramitación y resolución de otro procedimiento sancionador*”<sup>390</sup>, por lo tanto, podemos combinar la sanción indicada en la LFFE y la prevista por la LSSI.

De igual manera que las sanciones en la LFFE, las infracciones tienen calificación como muy graves, graves y leves, de ahí que se asume las sanciones diferentes.

Solo en el caso de que se incumple el deber de colaboración con el órgano administrativo competente al no realizar su obligación de suspender la transmisión, el alojamiento de datos, entre otros servicios indican los órganos, es considera como infracción muy grave.

Con respecto a las infracciones graves, lo son el incumplimiento significativo del deber de la información general, particularmente sobre la divulgación de informaciones básicas de la sociedad y de informaciones sobre precios; el incumplimiento de la obligación en materia de comunicaciones, específicamente el envío masivo de comunicaciones comerciales o envío insistente o sistemático a un mismo destinatario; el incumplimiento significativo de proteger el derecho de revocación de los destinatarios; la infracción de la obligación de poner a disposición del destinatario las condiciones generales; la infracción habitual de la obligación acerca de la confirmación de la recepción de una aceptación; el incumplimiento el deber de colaboración en materia de la actuación inspectora de los órganos competentes; o por último, la repetida comisión de infracción leve con resolución firme dentro de los

---

<sup>389</sup> El art. 37 de la LSSI indica que “[c]uando las infracciones previstas en el artículo 38.3 i) y 38.4 g) se deban a la instalación de dispositivos de almacenamiento y recuperación de la información como consecuencia de la cesión por parte del prestador del servicio de la sociedad de la información de espacios propios para mostrar publicidad, será responsable de la infracción, además del prestador del servicio de la sociedad de la información, la red publicitaria o agente que gestione directamente con aquel la colocación de anuncios en dichos espacios en caso de no haber adoptado medidas para exigirle el cumplimiento de los deberes de información y la obtención del consentimiento del usuario”.

<sup>390</sup> El art. 44, apartado 2 de la LSSI.

últimos tres años.

Acerca de las infracciones leves, incurre en responsabilidad la PFP si no cumple su deber de información sobre seguridad informática; infringe el deber de información general en materia de datos de inscripción en registros públicos, detalles de autorización, número de identificación fiscal o los códigos de conducta; o no somete de carácter significativo de su obligación de divulgación de informaciones básicas societarias o informaciones sobre precios; incumple su obligación en materia de comunicaciones comerciales, ofertas promocionales y concursos, como el requisito de ser identificable del remitente; envía comunicaciones comerciales sin previo consentimiento del destinatario mediante la solicitud o la expresión autorización, pero no constituya infracción grave; no facilita la información regulada en su obligación acerca de la contratación; infringe la obligación acerca de la confirmación de la recepción de una aceptación; utiliza dispositivos de almacenamiento y recuperación de datos sin previa notificación y aceptación de los usuarios; no protege el derecho de revocación de los destinatarios.

La mayoría de las razones son iguales en estos tres niveles de infracciones, cuya diferencia únicamente radica en la cualificación de la actuación del prestador, como, por ejemplo, si tiene el carácter significativo, si lo realiza habitualmente o somete reincidencia de las infracciones. Por lo tanto, no solo debe considerar la actuación, sino también la gravedad del incumplimiento.

Las sanciones correspondientes a las infracciones descritas consisten principalmente en la multa de cuantía diferente;<sup>391</sup> la publicación de la resolución sancionadora<sup>392</sup> debido a la repercusión social de las infracciones graves y muy graves, el número de usuarios y la gravedad del ilícito; en el caso de se someta reiteradamente (más de dos veces) a infracciones muy graves en el plazo de tres años, podrá resultar en la prohibición de actuación inferior a dos años.

Además, la LSSI proporciona un sistema flexible de sanciones según los arts. 39 bis y art. 40 en materia de la moderación y graduación de las sanciones. Es necesario investigar diversos factores con el fin de determinar si debería llevar a cabo la apertura de un expediente sancionador, cuándo hacerlo y cómo determinar la cuantía de sanción. Estos factores incluyen las medidas diligentes tomadas por la entidad infractora, la conducta que induce a la infracción, la espontaneidad de admitir la culpabilidad por parte de la infractora, y la exención de responsabilidad de la entidad absorbente cuando se ocurre fusión por absorción después de la infracción, las medidas correctoras pertinentes, la intencionalidad, la duración de la infracción, los perjuicios causados, los beneficios obtenidos por la infracción, el volumen de facturación, así como la adhesión a un código de conducta, etc.

Por último, los órganos administrativos tienen la facultad de tomar medidas provisionales en el caso de infracciones graves o muy graves a fin de evitar el deterioro de las infracciones. Las medidas descritas pueden ser de forma de suspensión temporal de actividades, precinto de soportes o archivos informáticos, o apercibimiento al público sobre la existencia de conductas infractoras con arreglo a los objetivos de ejecutar estas medidas provisionales.

---

<sup>391</sup> Por la comisión de infracciones muy graves, se impone una multa de 150.001 a 600.000 euros; si se trata de la comisión de infracciones graves, la multa será de 30.001 a 150.000 euros; y la multa será hasta 30.000 euros por las infracciones leves. Véase art. 39, apartado 1.

<sup>392</sup> Según el art. 39, apartado 2, la sanción tiene que *"llevar aparejada la publicación, a costa del sancionado, de la resolución sancionadora en el "Boletín Oficial del Estado", o en el diario oficial de la Administración pública que, en su caso, hubiera impuesto la sanción; en dos periódicos cuyo ámbito de difusión coincida con el de actuación de la citada Administración pública o en la página de inicio del sitio de Internet del prestador, una vez que aquella tenga carácter firme"*.



El incumplimiento de las medidas provisionales puede comportar el establecimiento de una multa de hasta 6.000 euros.

### **1.5. La PFP como operador de plataforma electrónica**

El último papel importante más general la plataforma de financiación participativa desempeña en el proceso de microfinanciación es el de operador de plataforma electrónica cuando entramos en el ámbito de estudio de la plataforma digital. La economía de plataforma digital es un concepto que pone énfasis en el sujeto “plataforma” debido a que es este sujeto que crea una comunidad digital en el mundo virtual.

En la plataforma electrónica existen dos relaciones: una vertical, entre la plataforma y los usuarios, y otra horizontal, entre la plataforma y los usuarios o entre los usuarios.<sup>393</sup>

La relación vertical se formaliza porque la plataforma es el organizador de un espacio electrónico o una comunidad utilizando algoritmos u otros sistemas informáticos, así que sus funciones básicas e indispensables son crear y realizar mantenimiento de este espacio; de ahí que cuando los usuarios entran en el espacio diseñado por la plataforma, su relación es vertical. A modo de ejemplo, podríamos decir que la plataforma es como el constructor y propietario de un centro comercial, y los usuarios son aquellos que entran en el centro para comprar o vender o solo disfrutar. Al mismo tiempo, existe una relación horizontal dentro del espacio que tiene lugar entre los usuarios cuando llevan a cabo las transacciones o intercambios entre sí, pero sin olvidar que la plataforma puede ser un vendedor de productos o prestador de servicios, en cuyo caso, la plataforma y los usuarios establecen una relación horizontal.

---

<sup>393</sup> Véase T. RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, “The Legal Anatomy of Electronic Platforms: A Prior Study to Assess the Need of a Law of Platforms in the EU”, cit., p. 157.

Podemos encontrar regulación diversa según que el contrato sea meramente civil, mercantil<sup>394</sup> o de consumo<sup>395</sup>. En este apartado, vamos a tratar sobre las obligaciones derivadas del rol de operador de plataforma electrónica de la PFP al tenerse en cuenta los contratos concluidos por ella.

### 1.5.1. Las obligaciones de la PFP

En el mundo virtual, los usuarios son desconocidos, especialmente se celebra un contrato a distancia con un solo “*clic*”. Mediante el ejercicio de control y gestión del mercado electrónico, se genera una confianza de la plataforma en los usuarios, por la que los usuarios pueden estar seguros de operar dentro de la comunidad creada por la plataforma.<sup>396</sup> Por eso podemos decir la razón por la que los usuarios se decantan al negocio en dicho mercado electrónico es la confianza.

Esta confianza viene de un entorno o comunidad que genera por parte de la PFP aprovechando una serie de actuaciones, a saber, la implementación del código interno de conducta, el control de acceso, el filtro que aplica para la selección de proyectos. Sobre la base de esta confiabilidad, los inversores pueden tomar una decisión con las informaciones publicadas en la plataforma, y los promotores inclinan a financiar su proyecto a través de esta manera. En este caso, lo que la PFP desempeña es el rol de tercero de confianza (*trusted third party*)<sup>397</sup>, con el que cada uno de los usuarios se vincula y así establece una relación sólida, y esta relación se basa principalmente por contratos entre los usuarios y la

---

<sup>394</sup> Se denomina contrato mercantil debido a que se celebra entre profesionales, y el art. 325 de Código de Comercio establece que “*será mercantil la compraventa de cosas muebles para revenderlas, bien en la misma forma que se compraron, o bien en otra diferente, con ánimo de lucrarse en la reventa*”.

<sup>395</sup> Véase P. DEL POZO CARRASCOSA; A. VAQUER ALOY; E. BOSCH CAPDEVILA, *Derecho civil de Cataluña. Derecho de obligaciones y contratos*, Marcial Pons, Madrid, 2018. p. 25.

<sup>396</sup> Véase T. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, “Refusal to deal, abuse of right and competition law in electronic markets and digital communities”, cit., p. 688.

<sup>397</sup> Véase T. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, “El tercero de confianza en el suministro de información”, *Anuario de Derecho Civil*, vol. LXIII, 2010. p. 1249-1250.

plataforma.

#### *1.5.1.1. Obligaciones derivadas de la existencia de condiciones generales*

Ante todo, se ha de hacer notar que normalmente todos los contratos en la PFP contienen condiciones generales debido al gran número de usuarios implicados, de manera que estas cláusulas predispuestas hacen que el proceso de contratación sea más fácil; por lo tanto, los usuarios solo tienen dos opciones: aceptar o rechazar las condiciones generales. En el momento de “aceptar”, se establece una relación contractual entre ellos y la plataforma. En consecuencia, la plataforma debe cumplir los requisitos en materia de la provisión de condiciones generales. Hay que tener en cuenta no todos los usuarios son consumidores, a pesar de que existen algunos consumidores como inversores o promotores que disfrutan más privilegios en comparación con otros profesionales; en este sentido, la plataforma tiene que actuar con más cuidado en la relación tanto con el promotor como con el inversor.

La ley referencia es la Ley 7/1998 sobre condiciones generales de la contratación<sup>398</sup> (en adelante, Ley 7/1998) y el TRLGDCU, dado que los contratos son celebrados entre un profesional -predisponente- (la plataforma) y cualquier persona física o jurídica -adherente (los usuarios), y los contratos contienen cláusulas predispuestas por una de las partes, la plataforma.

En primer lugar, en el art. 5 de la Ley 7/1998, se mencionan varios requisitos de la incorporación al contrato y las reglas de interpretación de las condiciones generales del contrato que determinan la vigencia de dicho contrato. Estos requisitos incluyen el requerimiento de la puesta de disposición de los adherentes de las condiciones generales antes de la contratación y después de su aceptación, así como la exigencia de la transparencia, claridad, concreción y sencillez de la redacción de las condiciones.

---

<sup>398</sup> España. Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre condiciones generales de la contratación. *BOE*, 14 de abril de 1998, núm. 89, p. 12304-12314.

En cuanto a las circunstancias en las que los usuarios merecen la consideración de consumidor, también será aplicable el TRLGDCU, así que la plataforma debe cumplir los requisitos exigidos a las condiciones generales en esta ley, para evitar ser consideradas como cláusulas abusivas.

De acuerdo con el art. 80 del TRLGDCU, la plataforma se enfrenta a obligaciones más estrictas en materia de las cláusulas no negociadas, por ejemplo, además del requisito de concreción, claridad y sencillez en la redacción, debe asegurar la posibilidad de la comprensión directa y el envío previa a la conclusión del contrato; debe asegurar la accesibilidad y legibilidad, en particular el tamaño de la letra superior al milímetro y medio, para que los usuarios tengan conocimiento suficiente del contenido; tiene que actuar con buena fe y evitar la utilización de cláusulas abusivas que perjudica los derechos de los usuarios.

Las cláusulas que “a) vinculen el contrato a la voluntad del empresario [art. 85], b) limiten los derechos del consumidor y usuario [art. 86], c) determinen la falta de reciprocidad en el contrato [art. 87], d) impongan al consumidor y usuario garantías desproporcionadas o le impongan, indebidamente la carga de la prueba [art. 88], e) resulten desproporcionadas en relación con el perfeccionamiento y ejecución del contrato [art. 89], o f) contravengan las reglas sobre competencia y derecho aplicable [art. 90]” son consideradas como cláusulas abusivas y “serán nulas de pleno derecho y se tendrán por no puestas” de acuerdo con el TRLGDCU.

En nuestro caso, la plataforma debe evitar la interpretación o modificación unilateral de las cláusulas en el contrato sin perjuicio de existir motivos razonables y válidos, informar previamente o describir antes sobre la variación; no puede incluir las cláusulas de liberación de responsabilidad por cesión del contrato, especialmente en el caso de contrato de mandato; está obligada a establecer deberes y contraprestaciones tanto para los usuarios como para la misma; no puede pedir garantías desproporcionadas en el negocio de

financiación; asegurar el conocimiento real de las cláusulas antes de la contratación; así como debe establecer cláusulas pertinentes sobre la resolución de conflictos, entre otras obligaciones descritas en los arts. 85-90 del TRLGDCU en la relación con los usuarios consumidores.

Por último, la plataforma está obligada a colaborar con las autoridades u órganos competentes en materia de la remisión de las condiciones generales de contratación a petición de dichas autoridades.

#### 1.5.1.2. Obligaciones en el contrato de prestación de servicios

En la actualidad, el contrato entre la plataforma y el inversor parece ser más sencillo que el que se celebra entre la plataforma y el promotor, dado que no se dispone del servicio relevante a la selección o publicación de proyectos. La primera relación contractual entre la PFP y los usuarios es un contrato con “condiciones generales” o “términos y condiciones” cuando una internauta registre como usuario registrado de una determinada plataforma electrónica, que se refiere a las reglas sobre el acceso y utilización del sitio web o aplicación de la plataforma. Ha de destacar que el acceso o la visita a una plataforma no se implica una conclusión con consentimiento expreso (*click-through*), sino una celebración con consentimiento implícito (hechos concluyentes)<sup>399</sup> de un contrato de suministro de servicios entre los usuarios y el sitio web.<sup>400</sup>

---

<sup>399</sup> Los “hechos concluyentes” consisten en el uso de forma continuada y efectiva de los servicios del sitio web. Véase GOOGLE, “Condiciones de servicio de Google”, 2019, fecha de consulta 26 noviembre 2019, en <https://policies.google.com/terms?hl=es>. En estas condiciones, se menciona que “[e]l uso de nuestros Servicios implica la aceptación de estas condiciones.”; AIRBNB, “Términos de servicio para usuarios europeos”, 2019, fecha de consulta 26 noviembre 2019, en <https://www.airbnb.es/terms>., y se indica “[a]l acceder a o utilizar la Plataforma de Airbnb, usted acepta cumplir y someterse a los presentes Términos”.

<sup>400</sup> Véase T. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, “El tercero de confianza en el suministro de información”, cit., p. 1259. Este acuerdo es considerado como “*browse-wrap agreement*” y será suficiente en el mundo digital, véase C. L. KUNZ Y OTROS, “Browse-wrap agreements: Validity of implied assent in electronic form agreements”, *The Business Lawyer*, vol. 59, 1, 2003. p. 288-291.

Este tipo de contrato es un “contrato de prestación de servicios” que consiste “*en el arrendamiento de obras o servicios, una de las partes se obliga a ejecutar una obra o prestar a la otra un servicio por precio cierto*”, en virtud del art. 1544 del Código Civil, el servicio de la PFP aquí se refiere, en gran medida, al servicio de acceso e intermediación en la financiación en masa.

No obstante, cabe señalar que la PFP no es una plataforma de mera intermediación<sup>401</sup>, ya que se hace posible la celebración de contratos subyacentes para los usuarios, es decir, es una plataforma en la que los clientes no pueden realizar el contrato por sí mismos,<sup>402</sup> aunque el precio, el plazo, el rendimiento entre otras condiciones más esenciales del contrato sean libremente determinadas por los promotores o por la comunicación entre los inversores y promotores. Normalmente se predisponen algunos términos sobre la provisión de determinados servicios, por ejemplo, el pago mediante la PFP, así que la posición de la plataforma en este contexto queda en duda.

---

<sup>401</sup> Existen varios autores que declaran que este tipo de plataforma es un contrato de mediación o corretaje, como M. I. GRIMALDOS GARCÍA, “El contrato de intermediación entre las plataformas colaborativas y sus usuarios”, en Rosalía Alfonso Sánchez, Julián Valero Torrijos (eds.) *Retos jurídicos de la economía colaborativa en el contexto digital*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2017. p. 367-368; J. J. MONTERO PASCUAL, “La regulación de la economía colaborativa”, cit., p. 40 y 97. Pero también existe autor que comparte la misma opinión, la relación contractual va más allá a la simple mediación, puesto que la vigencia del contrato empieza desde el registro del usuario y continúa a seguir después de la celebración de contrato entre clientes; además, la plataforma les ayuda a controlar la fiabilidad de la otra parte, en algún cierto, responde del buen fin del contrato, y la intervención de la plataforma en el proceso de contratación y la celebración de contrato, todos estos tres elementos hacen que el marco del contrato de mediación no se ajuste al contrato de prestación de servicios entre la PFP con el inversor, o con el promotor. Véase A. ORTÍ VALLEJO, “Las relaciones contractuales en las plataformas de economía colaborativa”, en Antonio Ortí Vallejo, Gemma Rubio Gimeno (eds.) *Propuestas de regulación de las plataformas de Economía Colaborativa: perspectivas general y sectoriales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2019. p. 104-106.

<sup>402</sup> El investigador Antonio Ortí Vallejo realiza una segmentación sobre los contratos de servicios que prestan las plataformas al proveedor y al usuario dirigidos a que se realice el contrato subyacente. Uno de ellos es que las plataformas facilitan los datos de sus clientes y el contrato subyacente lo realiza la propia plataforma; el segundo es que los clientes no pueden realizar el contrato sin la intervención de la plataforma, es decir, “*no les proporcionan [a los usuarios] los datos respectivos hasta que la transacción está muy avanzada o el contrato está ya perfeccionado*”; el último tipo es que los clientes no pueden realizar el contrato al margen de la misma y las plataformas tienen predeterminados sus elementos, por ejemplo, está fijado por la plataforma, el precio, las condiciones subjetivas de los proveedores, etc.. Normalmente la PFP pertenece a la segunda categoría, sin perjuicio de que se proporcione un modelo de contrato en algunas situaciones. Véase A. ORTÍ VALLEJO, “Las relaciones contractuales en las plataformas de economía colaborativa”, cit., p. 99-112.

- Obligaciones frente al promotor

Frente al promotor, el servicio de la selección y publicación de proyectos y el servicio de intermediación son partes fundamentales del contrato de prestación de servicios.<sup>403</sup> Por consiguiente, la PFP debe cumplir todas las obligaciones relacionadas con estos servicios. Por ejemplo, necesita facilitar el acceso a la presentación de proyectos, evaluar los proyectos y los promotores de conformidad con los requisitos establecidos y publicados, publicar todas las informaciones necesarias y completas sobre el proyecto, así como habilitar canal de comunicación sobre la contratación con los inversores y adoptar medidas no discriminatorias en la captación de los inversores.

Sí que existen otras obligaciones derivadas de los servicios auxiliares de la plataforma; por ejemplo, si la PFP se compromete a realizar el asesoramiento a los promotores, tiene que proporcionar ayudas pertinentes al promotor; o cuando se procura a determinar el nivel de riesgo del proyecto, necesita tener una base razonable sobre el análisis de riesgo; o si la plataforma habilita canales de comunicación entre usuarios, debe asegurar la seguridad del sistema informático y ofrecer las informaciones necesarias a otros inversores, etc.

En la relación entre la plataforma y el promotor existen, en el fondo, dos categorías: una se refiere a la relación triangular entre promotor-plataforma-inversor, la otra es bilateral, pero puede diferenciarse entre la relación inter-empresarial y la relación de consumo.<sup>404</sup> En el caso de que el promotor sea consumidor o cuasi empresario, la plataforma también asume las obligaciones derivadas de la protección al consumidor; por ejemplo, forma parte del

---

<sup>403</sup> Algunas plataformas separan los dos servicios en contratos diferentes como, por ejemplo, la plataforma La Bolsa Social. En esta plataforma, los promotores deben aceptar una condición general para proceder al servicio de selección y evaluación, una vez que se resulta seleccionado para su publicación el proyecto, se suscribe un acuerdo sobre cómo llevar a cabo una financiación mediante esta plataforma. Véase LA BOLSA SOCIAL, "Condiciones de contratación y uso", fecha de consulta 24 noviembre 2019, en <https://www.bolsasocial.com/terms-conditions/>.

<sup>404</sup> G. RUBIO GIMENO, "Responsabilidad de las plataformas de economía colaborativa y responsabilidad del proveedor del servicio", en Antonio Ortí Vallejo, Gemma Rubio Gimeno (eds.) *Propuestas de regulación e las plataformas de economía colaborativa: perspectivas general y sectoriales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2019. p. 119.

deber de información de plataforma, la inclusión de un aviso en materia de la incorporación en su plataforma, la utilización del servicio de alojamiento e intermediación, así como los riesgos posibles del promotor<sup>405</sup>.

- Obligaciones frente al inversor

Por otro lado, en lo que respecta al inversor, la tarea fundamental de la plataforma de financiación participativa consiste en la intermediación de contratación de financiación, de manera que sus obligaciones son relativas a este servicio. Por ejemplo, la transmisión al inversor de los datos tanto sobre los proyectos como sobre los promotores, el estudio escrupuloso de la acreditación de los inversores, entre otras obligaciones esenciales en la prestación de servicios. Lo más importante en la intermediación radica en la selección y evaluación de proyectos y promotores con el objetivo de prevenir la eventual posibilidad fraude o fracaso del proyecto. Cabe señalar que esta obligación es diferente de la del promotor, ya que la obligación frente al inversor hace hincapié en el resultado de la evaluación independientemente del procedimiento de evaluación, es decir, si este proyecto es o no de alta calidad; en cambio, se enfatiza en el proceso de hacer el análisis del promotor, si o no se comporta con neutralidad y conforme a criterio pertinente en la obligación frente al promotor.

De igual modo, en el caso de que la PFP brinde más servicios auxiliares, asume más obligaciones. Si la PFP designa el nivel de riesgo, debe garantizar que el criterio para determinar este nivel sea razonable y en términos objetivos, evitando así la distorsión de la inversión; cuando pone a disposición de los modelos de contratos, la plataforma debe asegurar los derechos de los inversores en el contrato predispuesto; si se compromete a

---

<sup>405</sup> Esta obligación de deber de información de aviso proviene de la obligación general de información, así que en vez de decir que se diseña únicamente para la relación entre la plataforma y el promotor consumidor, es mejor decir que la relación entre la plataforma y el promotor profesional está exenta de este deber considerando que el promotor ya conoce los riesgos o puede esperarse razonablemente que los conozca. Véase *Ibid.*, p. 122-123.



proporcionar la evolución del proyecto o de los acontecimientos empresariales, debe efectuar un suministro puntual de la información precisa y auténtica; o si la plataforma actúa como representante de los inversores en las reclamaciones judiciales y extrajudiciales, tiene que actuar con la debida diligencia y en el mejor interés de los inversores, entre otras obligaciones.

Hay que añadir otro tipo de obligaciones contractuales derivadas del servicio auxiliar, que se resumen en la formalización de contratos mediante el representante de los inversores. En este caso, la plataforma y los inversores celebrarán un acuerdo de mandato.

La definición del contrato de mandato se encuentra en el art. 1709 del Código Civil, que establece “[p]or el contrato se obliga una persona a prestar algún servicio o hacer alguna cosa, por cuenta o encargo de otra”, es como un poder otorgado<sup>406</sup> a la plataforma para la formalización de contratos de préstamos o de suscripción de valores, en el que el inversor es el mandante y la plataforma actúa como mandatario.

Ante todo, la plataforma debe actuar con lealtad, como base de la gestión de asuntos, ya que la relación del mandato encuentra su fundamento en un vínculo de confianza, en la confianza recíproca y en la confianza del mandante hacia el mandatario.<sup>407</sup> No obstante, hay que tener en cuenta que este contrato va acompañado de otro contrato de intermediación para la participación de la PFP, es decir, el ejercicio de las actividades de la plataforma debe cumplir los requisitos de neutralidad y actuar en el mejor interés de ambas

---

<sup>406</sup> Aunque digamos un “poder otorgado”, no podemos confundir la relación mandato con la relación representativa. De conformidad con la distinción clásica de estos dos contratos, se reconoce que “1. El mandato es un contrato bilateral entre dos partes; en cambio, la representación deriva de una relación unilateral de concesión del poder. 2. El mandato conecta dos personas por pactos y así surge obligaciones, mientras que el representante no debería ser obligada vinculada. 3. El contrato de mandato es un tipo clasificado, pero la representación puede tener lugar en el contrato de trabajo, la relación de sociedad u otras situaciones”. Véase L. DIEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, *Fundamentos del derecho civil patrimonial IV: Las particulares relaciones obligatorias*, Sexta, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2012. p. 467-471.

<sup>407</sup> Véase *Ibid.*, p. 475. La confianza de la relación también marca un carácter *intuitus personae* en el contrato, de ahí que el error de la persona, la pérdida de personalidad pueda resultar en la terminación o invalidez del contrato.

partes del negocio. A tal efecto, ¿cómo se entiende el deber de lealtad para evitar el conflicto entre el principio del contrato de mandato y el del contrato de prestación de servicio de financiación participativa?

En general, el deber de lealtad se traduce en un deber general de buena fe, es decir, actuar conforme a la confianza depositada en él,<sup>408</sup> por lo que la confianza no debería ser una preferencia obligatoria para el mandante en cualquier caso, especialmente en el caso de la microfinanciación, dado que el inversor ya ha reconocido el papel de intermediario de la PFP en el procedimiento de promoción de la financiación de proyectos, por lo que no se puede suponer que la plataforma actúe únicamente en el interés del inversor en la negociación con el promotor. Por lo tanto, la tutela contenida en el contrato de mandato indica solamente la subordinación del interés personal de la plataforma al interés del inversor,<sup>409</sup> lo que se coincide con los principios de la LFFE.

En coherencia con los deberes generales del contrato de mandato, la plataforma debe realizar sus funciones pactadas en dicho contrato incluyendo, pero no limitándose, la formalización del contrato (mediante documento privado, o escritura pública) para un determinado proyecto o todos los proyectos para “cumplir el mandato”<sup>410</sup>; la apertura de cuentas en entidades de pago en nombre de los inversores si es necesario; el cobro y recobro de interés y capital principal en el caso de que la PFP se compromete a gestionar por cuenta de los inversores; incluso la negociación con el promotor sobre la alteración de plazos de amortización, una quita sobre el capital prestado en algunas situaciones. De todo lo que ha llevado a cabo o llevará a cabo en el futuro la plataforma, debe informar a los inversores dado que tiene el deber de información y el deber de lealtad.

---

<sup>408</sup> Véase *Ibid.*, p. 476.

<sup>409</sup> Véase *Ibid.*

<sup>410</sup> El art. 1718 indica que “*el mandatario queda obligado por la aceptación a cumplir el mandato*”. Se considera una obligación de medio o de actividad porque la contratación incorpora a los terceros, por lo que el mandatario no puede controlar el resultado.

Lo más importante en la conclusión del contrato de mandato radica en que este contrato no represente una garantía al rendimiento de inversión por parte de la plataforma, y en el hecho de que el mandatario no asume ningún riesgo derivado de la inversión.

Además de las obligaciones principales, también se encuentran los deberes de protección de datos, la obligación de subsanación por incumplimiento, entre otros deberes y en resumen, de acuerdo con los contratos pactados entre la plataforma y los usuarios, la plataforma tiene que cumplir los compromisos contenidos en dichos contratos, que fundamentalmente consisten en facilitar las actividades de financiación en masa de los usuarios en su plataforma.

Por último, hay que añadir las normas de conducta como una fuente de obligaciones precontractuales y contractuales, debido a que el contenido de las normas integra en la actuación de la prestación de servicios de las PFP.<sup>411</sup> En este sentido, lo que recogen las normas de conducta también integra las obligaciones de la plataforma.

#### 1.5.2. Las responsabilidades de la PFP

De conformidad con el art. 1089 del Código Civil, “[l]as obligaciones nacen de la ley, de los contratos y cuasi contratos, y de los actos y omisiones ilícitos o en que intervenga cualquier género de culpa o negligencia”. A estos efectos, la responsabilidad es siempre una consecuencia de la infracción de deberes o incumplimiento de las obligaciones, como, por ejemplo, la inejecución, cumplimiento defectuoso o incorrectos.<sup>412</sup> Por lo tanto, la mayoría de las responsabilidades son contractuales derivadas del contrato específico, como el

---

<sup>411</sup> Véase A. J. TAPIA HERMIDA, “Las normas de actuación en los Mercados de Valores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 50, 1993. p. 318-322; I. MORALEJO MENÉNDEZ, “Las normas de actuación en los mercados de valores”, en Ana Belén Campuzano Laguillo, Fernando Conlledo Lantero, Ricardo Javier Palomo Zurdo (eds.) *Los mercados financieros*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2013. ap. I.2 y II. 2.

<sup>412</sup> Véase L. DIEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, *Fundamentos del derecho civil patrimonial IV: Las particulares relaciones obligatorias*, cit., p. 493.

contrato de prestación de servicio, el contrato de mandato, el contrato de confidencialidad, entre otros acuerdos concertados entre la plataforma y los usuarios.

Para los inversores, lo más importante es el desempeño de la supervisión por parte de la plataforma, así que ésta asume la responsabilidad de conocer el potencial riesgo de la ilegalidad o inexactitud, lo cual también señala la LFFE con la imposición de sanciones administrativas. Por ejemplo, la infracción de aviso sobre el riesgo de negocio normalmente produce directamente la repercusión de la lesión económica como consecuencia de su negocio con inversor, que probablemente podría ejercitarse mediante la acción contra publicidad engañosa<sup>413</sup> por la cual puede solicitar el resarcimiento de los daños y perjuicios<sup>414</sup>. Por otra parte, la responsabilidad también deriva del daño causado por “*la incorrecta gestión que el mandato les ha irrogado a sus clientes*”<sup>415</sup>, de ahí que también existen daños causados a terceros ajenos – los clientes-, de manera que, en consecuencia, la plataforma también debe asumir responsabilidad extracontractual.

Teniendo en cuenta que los contratos descritos en el apartado anterior entre la PFP y los usuarios pueden ser celebrados entre empresario y consumidor, o entre los empresarios, la responsabilidad y la ley aplicable son diferentes. En cuanto a que los usuarios tienen la consideración de los consumidores, la ley específica prevalece a la aplicación del Código Civil, por lo tanto, se aplica el régimen de responsabilidad en el TRLGDCU, pero las acciones no impiden a la posibilidad de solicitar mayor indemnización derivada también de responsabilidad extracontractual por parte de los perjudicados.

---

<sup>413</sup> La omisión del riesgo de incorporación a la plataforma es una estrategia de promoción de las plataformas, en la cual solo se centra en la obtención de un rendimiento sin implicaciones negativas para el usuario, especialmente cuando éste es el proveedor. Véase H.-W. MICKLITZ, “Unfair commercial practices and misleading advertising”, en Hans-W. Micklitz, Norbert Reich, Peter Rott (eds.) *Understanding EU consumer law*, Intersentia, Oxford, 2009. p. 96.

<sup>414</sup> Véase P. DE BARRÓN ARNICHES, “Normas aplicables a los contratos de servicios en general: Libros II y IV del marco común de referencia, Vol. 2”, en Antoni Vaquer Aloy, Esteve Bosch Capdevila, María Paz Sánchez González (eds.) *Derecho europeo de los contratos*, Atelier, Barcelona, 2012. p. 1159.

<sup>415</sup> Véase A. ORTÍ VALLEJO, “Las relaciones contractuales en las plataformas de economía colaborativa”, cit., p. 107.

El art. 133 del TRLGDCU, en primer lugar, indica que la responsabilidad no se reduce por la intervención de un tercero cuando el daño es causado conjuntamente, sin perjuicio de la reclamación después al tercero por la respectiva parte del daño causado. En el caso de la PFP, el tercero se refiere al inversor o el promotor, de modo que los usuarios siempre pueden dirigir a la plataforma por el defecto del servicio prestado independientemente pensar en si es un perjuicio causado por otros usuarios.

Acerca de las disposiciones específicas, el régimen general de responsabilidad es una responsabilidad subjetiva por lo que los prestadores de servicios (PFP) debe responder directamente de los daños y perjuicios, a menos de que se prueben el cumplimiento de los requisitos y la debida diligencia cuando se lleva a cabo su negocio. Se toma este método de determinación de la responsabilidad debido al deseo de la evitación del riesgo en comparación con otros regímenes contenidos en el TRLGDCU.<sup>416</sup>

Adicionalmente, el incumplimiento de los requisitos de condiciones generales tiene como resultado la no incorporación de estas condiciones generales al contrato. Si no respetan el derecho de los adherentes o son cláusulas abusivas, serán consideradas como nulas estas condiciones.

Además de las responsabilidades derivadas del contrato, puede concurrir responsabilidad extracontractual cuando la organización de la plataforma electrónica constituye una actividad de terceros de confianza, y de ahí que genera una confianza a terceros como,<sup>417</sup> por ejemplo, el control de acceso y la provisión de información. En este caso, aunque ellos

---

<sup>416</sup> Véase M. PASQUAU LIAÑO, "El defecto de seguridad como criterio de imputación de responsabilidad al empresario de servicios", en María del Carmen García Garnica, Antonio Ortí Vallejo (eds.) *La responsabilidad civil por daños causados por servicios defectuosos. Estudio de la responsabilidad civil por servicios susceptibles de provocar daños a la salud y seguridad de las personas.*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2006. p. 61.

<sup>417</sup> Se ha observado que cuando las clasificaciones son significativas, existe un reconocimiento como "sellos de calidad" por el cual la tercera persona ajena de la plataforma puede tomar una decisión a la vista de la información proporcionada por la plataforma. Véase T. RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, "La responsabilidad de las plataformas: Alcance, límite y estrategias", cit., p. 383-384.

no tienen actual vinculación contractual, la confianza razonable tiene la consideración como nexo causal<sup>418</sup> en el proceso de reclamar las responsabilidades extracontractuales correspondientes, en otras palabras, es una práctica de protección de los derechos de crédito.<sup>419</sup>

La responsabilidad por la prestación de servicio obligatorio también se extiende a los servicios adicionales<sup>420</sup> aunque no se indique en el contrato concreto con sus usuarios, dado que los servicios auxiliares como el establecimiento de canal de comunicación entre los clientes, forman parte de la prestación de servicio de financiación participativa. En la situación en que la plataforma restituye la cantidad al inversor en la recuperación del impago del promotor, en nombre propio o en representación de los inversores, la PFP debe tomar medidas oportunas para iniciar los correspondientes procedimientos judiciales o extrajudiciales, al mismo como la responsabilidad establecida. De no hacerlo, incurre en responsabilidad contractual.

## **2. LAS OBLIGACIONES Y RESPONSABILIDADES DE LOS USUARIOS**

En la relación triangular, además de la plataforma, otros sujetos también son imprescindibles, incluso se podría decir que el núcleo de la financiación participativa es la relación entre el promotor y el inversor. En comparación con las obligaciones y responsabilidades asumidas por la PFP, las que deben asumir los usuarios son más simples, ya que la plataforma tiene más funciones como intermediario, organizador de comunidad y contraparte del contrato al mismo tiempo.

---

<sup>418</sup> Véase *Ibid.*, p. 384.

<sup>419</sup> Es admitida la responsabilidad sobre la protección de los derechos de crédito por la jurisprudencia, véase STS de 23 de marzo de 1921, de 4 de mayo de 1973 (RJ 1973, 2291), de 12 de diciembre de 1988, RJ 1988, 9427, dado que el art. 1902 del Código Civil prevé la protección de todos los derechos subjetivos, independientemente de naturaleza real, crediticia o personal.

<sup>420</sup> Véase A. E. VILALTA NICUESA, "La regulación europea de las plataformas de intermediarios digitales en la era de la economía colaborativa", *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 765, 2018. p. 382.

Por consiguiente, las obligaciones y responsabilidades se separan en dos partes, una se trata de la relación entre la plataforma y los usuarios, y la otra centra en la relación interna entre el promotor y sus inversores en un proyecto concreto.

## **2.1. Obligaciones y responsabilidades de los usuarios frente a la plataforma**

Conforme a lo dispuesto anteriormente,<sup>421</sup> las obligaciones son las derivadas de los contratos celebrados entre los usuarios y la plataforma. Se trata de contratos estandarizados, con condiciones generales, por eso, entendemos que el estudio de la carga de las obligaciones por parte de los usuarios es muy importante para juzgar si las cláusulas son adecuadas o no.

### 2.1.1. Relación entre el usuario y la plataforma

Las obligaciones de los usuarios (promotor e inversor) frente a la plataforma son principalmente contractuales, incluyendo el contrato de prestación de servicio entre el inversor y la plataforma o el acuerdo de publicación entre el promotor y la plataforma, así que el promotor tiene obligaciones como facilitar los datos auténticos y veraces en la presentación del plan de negocio, presentar periódicamente la evolución del proyecto y los acontecimientos societarios más relevantes si la plataforma está prestando este tipo de servicio. En general, las disposiciones del contrato hacen hincapié en la protección de los inversores de la financiación colectiva y la LFFE propone más requisitos sobre las obligaciones de los promotores o los proyectos.

#### *2.1.1.1. Deber de información*

En primer lugar, es necesario ilustrar el deber de información para los promotores según la LFFE. Aunque la LFFE imponga algunas obligaciones al promotor, no especifica ninguna

---

<sup>421</sup> Véase *supra* p. 172-175, con referencia a la relación jurídica entre la plataforma y los usuarios.

sanción<sup>422</sup> en caso de incumplimiento, con la única excepción de que los promotores deban asumir la responsabilidad derivada de la información proporcionada a la plataforma (art. 73), pero aún en tal caso no parece ser una sanción, sino una repetición de responsabilidad contractual existente. Es decir, los promotores tienen los deberes de hacer o no hacer según la LFFE, pero si incumplen estas obligaciones, no se puede aducir la LFFE para realizar la reclamación.

La aprobación o acreditación de las informaciones que conciernen a los promotores no es competencia de la supervisión administrativa, sino que se circunscribe a la relación entre el promotor y la plataforma. Ahora bien, no olvidemos que la CNMV supervisa y controla la PFP registrada, de manera que si aprecia el incumplimiento de los deberes mencionados o detecta cualquier ilegalidad imputable al promotor, se dirigirá a la plataforma y será ésta quien deberá, a su vez, requerir al promotor para que subsane, y ello sobre la base de la relación contractual que les une.

Según el art. 70, apartado 1 de la LFFE, aunque se subraya que es una parte del deber de información de la PFP, el sujeto de la obligación sobre la información del proyecto, en efecto, es el promotor, por lo que debe incluir en su proyecto una descripción concisa y en un lenguaje no técnico y ofrecer la información suficiente sobre el proyecto para que un “inversor medio” pueda obtener un juicio fundado sobre la determinación de financiar.

Concretamente, la LFFE ha preparado distintos marcos jurídicos para cada tipo de proyectos. En cuanto al proyecto de préstamos, la información sobre el promotor contiene la identidad del promotor; la condición financiera y endeudamiento; si el promotor es persona física, su currículum vitae y el domicilio son publicados; en cambio, si el promotor

---

<sup>422</sup> Según el art. 89 LFFE, solo las plataformas de financiación participativa y el resto que infrinjan las reservas de actividad y denominación de la financiación participativa, así como las personas que ocupen cargos de administración, dirección o puestos asimilados de la PFP están sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción del Capítulo VI de la LFFE.



es persona jurídica, se goza más atención de la estructura societaria, órgano de administración, plan de actividades, entre otras informaciones sobre la condición básica de una sociedad<sup>423</sup>. Asimismo, la información sobre el proyecto debe incluir las características esenciales del préstamo y los riesgos, el modo de formalización del préstamo (mediante escritura pública o no) y sus gastos relevantes, descripción sobre derechos vinculantes a los préstamos. En particular, dentro de estas categorías de información, el tipo de préstamo, importe total, la duración, la tasa, la amortización, entre otras informaciones más importantes en un contrato de préstamos debe dar a conocer a los inversores según el art. 76, apartado 2 de la LFFE.<sup>424</sup>

En todos los proyectos de inversión, debe hacerse mención, entre otras informaciones: las condiciones básicas de la sociedad, la descripción de los valores ofertados (como el código de identificación), de las características esenciales y los riesgos asociados con la inversión, de los derechos vinculados a los valores y su forma de realizar amortización y remuneración, indicación sobre cómo están representados los valores (mediante títulos o de anotaciones<sup>425</sup>) y la tarifa correspondiente, así como la garantía aportada.

En el caso de proyecto instrumentado por acciones, obligaciones o valores representativos, además de las informaciones como hemos indicado, se necesita depositar los Estatutos

---

<sup>423</sup> Las condiciones básicas de una sociedad consisten en: “a) Descripción de la sociedad, de sus órganos sociales y del plan de actividades. b) Identidad y curriculum vitae de los administradores y directores. c) Denominación social, domicilio social, dirección del dominio de Internet y número de registro del emisor. d) Forma de organización social. e) Número de empleados. f) Descripción de la situación financiera. g) Estructura del capital social y endeudamiento”, véase art. 78, apartado 1 de la LFFE.

<sup>424</sup> En un contrato de préstamos, es necesario contener las siguientes informaciones y también se subraya en la LFFE, “el tipo, importe total y la duración de préstamo; la tasa anual; el coste total especificando los intereses, las comisiones, los impuestos con excepción de los de Notaría; la tabla de amortizaciones con el importe, el número y la periodicidad de los pagos; tipo de interés de demora, las modalidades para su adaptación, los gastos por impago y la advertencia sobre las consecuencias de impago; garantía si lo proporcionan los prestatarios, y el derecho de desistimiento y de reembolso anticipado, así como el eventual derecho a recibir indemnización por parte de los prestamistas”.

<sup>425</sup> Si los valores están representados en forma de títulos, debe indicarse la denominación de la entidad custodia; en cambio, si están representados en forma de anotaciones en cuenta, el nombre y la dirección de la entidad responsable de la llevanza de estas anotaciones son necesarias. Véase el art. 79, letra c) de la LFFE.

sociales o el reglamento de la junta de los promotores con carácter societario en los que debe contener las condiciones específicas para proteger el derecho de participación de los inversores.

También los inversores están obligados a facilitar cierta información, aunque sin llegar al nivel de detalle que se impone a los promotores. Esta información ha de ser veraz, sobre todo en lo que se refiere a la solicitud de acreditación de su inversión y en cuanto a la presentación de la declaración o manifestación correspondiente.

#### *2.1.1.2. Obligación de pago de comisiones*

Normalmente, en virtud del contrato se cobra comisiones a los promotores y los inversores por conceptos diferentes, así que otra obligación se refiere a la realización de pagos de los usuarios. Las tarifas correspondientes al promotor consisten, principalmente, en: el análisis legal-financiera del proyecto, la realización de campaña en la página web, y la comisión exitosa, mientras que las tarifas dirigidas al inversor son mucho menos incluyen solamente la comisión de gestión en la mayoría de los casos.<sup>426</sup>

Las plataformas cobran una o varias de las tarifas en función de su estrategia de negocio,<sup>427</sup> pero lo más habitual es que la plataforma controle todo el procedimiento; por ejemplo, solo tras la deposición de comisiones, la plataforma empieza a realizar determinados procesos; al mismo tiempo, los fondos recaudados son controlados por la plataforma y normalmente

---

<sup>426</sup> Plataformas como Civislend cobran una comisión sobre la financiación aportada por el inversor con carácter anual. Véase CIVISLEND, “Tarifas de Civislend PFP, S.A.”, fecha de consulta 25 junio 2020, en <https://www.civislend.com/tarifas>.

<sup>427</sup> La plataforma Capital Cell no cobra por el análisis a nivel interno ni por el estudio de expertos, pero sí existe un pago de 750 euros por realizar la campaña del proyecto, y un 5% del fondo recaudado y un 2% en participaciones de los proyectos exitosos como una cuota de éxito. Véase CAPITAL CELL, “Condiciones aplicables a los promotores”, fecha de consulta 22 junio 2020, en <https://capitalcell.es/condiciones-aplicables-a-los-promotores/>. La plataforma Civislend adopta otra medida de formalización de la comisión, en la que el precio del estudio preliminar del proyecto es de 600 euros, el estudio de viabilidad detallado del proyecto es de 6.300 euros, la comisión por haber canalizado la financiación y la comisión de gestión de recobros. Véase CIVISLEND, “Proceso de financiación”, cit., fecha de consulta 22 de junio de 2020.

la plataforma descuenta directamente las comisiones que ha de pagar el promotor o cobra automáticamente al inversor en el momento del pago del interés o en el momento de la formalización de financiación. Por lo tanto, el control general de la plataforma hace que la infracción de la obligación de pago sea infrecuente.

#### *2.1.1.3. Obligaciones por el uso de servicios*

Además, cuando los usuarios utilizan el servicio de la PFP, existen también obligaciones de “no hacer”, como lo son la de confidencialidad en relación con los términos del contrato o materiales, el deber de respetar los derechos de propiedad intelectual e industrial de la PFP u otros proyectos (por ejemplo, los modelos de publicaciones); y cumplir la política de privacidad protegiendo los datos de los inversores obtenidos mediante la plataforma, en relación con la abstención de utilización indebida de dichos datos.

#### *2.1.2. Responsabilidad por el incumplimiento de las obligaciones*

Aunque hemos mencionado unas obligaciones sencillas de los usuarios que deben tener en cuenta, la infracción de estas obligaciones también deriva en responsabilidad contractual.

Existen tres tipos de responsabilidades en que pueden incurrir los usuarios. La primera es la más sencilla, la exclusión de usuario. Esta responsabilidad proviene del contrato de prestación de servicios, ya que la plataforma, como creadora y administradora de la comunidad de usuarios, tiene el poder de cancelar la cuenta cuando los usuarios violan las reglas de la comunidad. No obstante, la plataforma debe ejercitar esta facultad con diligencia porque se considera abusiva la cláusula por la que la plataforma determina unilateralmente la suspensión o la terminación del servicio de intermediación en línea sin acompañar justificación motivada al respecto.<sup>428</sup>

---

<sup>428</sup> Véase COMISIÓN EUROPEA, “Normativa de protección de los consumidores de la UE: La Comisión Europea y las autoridades de protección de los consumidores de la UE instan a Airbnb a cumplirla”, 2018, fecha de consulta 25 junio 2020, en [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/IP\\_18\\_4453](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/IP_18_4453).

La segunda es la responsabilidad por hecho ajeno de la PFP. Dado que la CNMV solo supervisa las actividades y la conducta de la PFP, si el inversor no tiene suficiente experiencia y falsifica el test de acreditación o proporciona documentos falsos, o si los promotores publican proyectos engañosos, la plataforma puede ser sancionada por la autoridad administrativa. Por otra parte, si los usuarios infringen los derechos de tercero y la plataforma también debe actuar por responsabilidad por hecho ajeno en algunas circunstancias. En estos dos casos, la plataforma puede tener derecho a repetir contra quien resulte ser el culpable. Como esta facultad de repetición no se establece en la normativa, las plataformas normalmente lo incluyen en el contrato con los usuarios.

Por último, la responsabilidad solidaria o mancomunada con la plataforma frente a la otra parte. A diferencia de la responsabilidad por incumplimiento de los usuarios, la plataforma también comparte la responsabilidad junto con los usuarios, siempre y cuando la plataforma haya colaborado en el perjuicio a la otra parte. Esta responsabilidad se produce con frecuencia en la provisión de información al inversor por la información incompleta, inexacta o falsa.

## **2.2. Las obligaciones y responsabilidades derivadas de la relación entre el promotor y los inversores**

El contrato celebrado entre el promotor y los inversores es el núcleo del negocio de financiación participativa, y normalmente es un contrato predispuesto por la plataforma si la PFP propone este servicio.

El contrato predispuesto ya incorpora el contenido mínimo exigido en relación con la información general que debe ofrecer, las obligaciones de ambas partes y la mención de las vías de resolución de conflictos, en la mayoría de los casos. Sin embargo, resulta un poco compleja la aplicación de la normativa en materia de contratos con condiciones generales, puesto que en ella se exige que el predisponente de dichas cláusulas generales

sea un sujeto del contrato, mientras que en este caso el predisponente es un tercero (la plataforma), salvo que la plataforma se convierte en el promotor en su propia plataforma. Por esta razón, las normas relativas a la interpretación y la ejecución del contrato son las propias que las de un contrato tradicional.

Dado que la normativa española únicamente acepta los proyectos de inversión y préstamo, excluyendo así la forma de recompensas y donación, el contrato no puede ser tipo de donación o de compraventa de productos, por lo que no analizaremos estas dos posibilidades en este apartado.

### 2.2.1. Especialidad de la participación de “consumidor”

Como es sabido, la identificación y la profesionalidad del promotor o inversor no constituyen un obstáculo o condición para que los usuarios entren en el negocio de financiación participativa, es decir, se admiten casi todos tipos de usuarios, pero estos factores sí que afectan las normas aplicables en un determinado proyecto.

En general, el vínculo en la financiación participativa podrá establecerse entre promotor (empresario) e inversor (particular), o promotor (empresario) e inversor (empresario), o promotor (particular) e inversor (particular), o promotor (particular) e inversor (empresario). La diferencia de la naturaleza jurídica de ellos determina la adopción de diversas medidas dirigiendo al equilibrio y protección a la relación presidida por la asimetría de información<sup>429</sup> y poder de negociación<sup>430</sup>, es decir, la protección de consumidor.

---

<sup>429</sup> Las medidas incluyen el deber de información precontractual con un contenido mínimo, el contenido de los contratos como la aplicación de las normas sobre cláusulas abusivas, entre otras limitaciones. Véase M. D. GRAMUNT FOMBUENA, “Economía de plataforma y protección de los consumidores”, en Antonio Ortí Vallejo, Gemma Rubio Gimeno (eds.) *Propuestas de regulación de las plataformas de economía colaborativa: perspectivas general y sectoriales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2019. p. 173.

<sup>430</sup> Véase E. TORRELLES TORREA, “Las garantías de los productos en el TR-LGDCU: El ámbito de aplicación y el criterio de la falta de conformidad”, en María Inmaculada Sánchez Barrios (ed.) *Estudios sobre consumo*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2012., p. 552.

Hemos de partir de la base de la diferente caracterización del empresario y el consumidor en el TRLGDCU. Según el art. 4, el concepto de “empresario” se refiere a cualquier persona física o jurídica si actúe con un propósito “relacionado” con “su” actividad comercial, empresarial, oficio o profesión, mientras que son consumidores las personas que actúan “con un propósito ajeno a su actividad comercial, empresarial, oficio o profesión” y “las personas jurídicas y las entidades sin personalidad jurídica que actúen sin ánimo de lucro en un ámbito ajeno a una actividad comercial o empresarial” (art. 3). La Agenda Europea sobre economía colaborativa también hace referencia a los indicios que permiten considerar al prestador como empresario, a saber: la frecuencia de prestación de los servicios, el fin lucrativo, el nivel de volumen de negocio, son combinados para determinar un empresario.<sup>431</sup>

En ambos casos, el factor determinante de la calificación como empresario es la “habitualidad” o “profesionalidad”. El Tribunal Supremo marca el alcance del término de “habitual” desde el punto de vista de los ingresos, según el cual si una actividad genera unos ingresos superiores al salario mínimo interprofesional, es un indicio para apreciar el requisito de la habitualidad.<sup>432</sup> En particular, en el contexto de economía colaborativa, se permite que más personas participen en el negocio comercial actuando como prestador de servicios o productos, por lo que el reconocimiento amplio de la cualidad de empresario a un vendedor va a impedir la protección del mismo en otro negocio actuando como comprador. La sentencia C-105/17<sup>433</sup> de TJUE menciona que la clave de la calificación de comerciante radica en el alcance del concepto de “práctica comercial”. Aunque ya existen

---

<sup>431</sup> Véase COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación: Una agenda europea para la economía colaborativa COM(2016) 365 final*, cit., p. 10-11.

<sup>432</sup> Véase STS, Sala Cuarta de lo Social, Madrid, de 29 de octubre de 1997, núm de recurso 406/1997. Marí Juana contra tesorería general de la seguridad social.

<sup>433</sup> Véase Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Quinta), de 4 de octubre de 2018, asunto C-105/17, Komisia za zashtita na potrebitelite contra Evelina Kamenova.

sentencias del TJUE como C-435/11<sup>434</sup> y C-319/12<sup>435</sup> que realizan una aproximación a este término, la conclusión a que llegamos es que se hace necesario realizar un estudio casuístico<sup>436</sup> para determinar la cualidad o carácter de “profesional”<sup>437</sup>.

Ahora bien, cuando los promotores tienen la consideración de empresarios y, al mismo tiempo, se plantea la hipótesis de que el inversor sea consumidor, resulta de aplicación el TRLGDCU. El fundamento de la regulación del TRLGDCU consiste en la protección de los intereses de los consumidores, así que se proponen requisitos más estrictos para los empresarios en la contratación con los consumidores.

Además, como se ha indicado en el art. 74 de la LFFE, –el marco jurídico de la relación de los préstamos en la PFP queda sujeto al régimen al que esté sometido– y el art. 77 –la emisión de acciones, participaciones, obligaciones u otros valores representativos está sujeta al régimen correspondiente, la LMV o Ley de Sociedades de Capital–, con ocasión de la regulación de la relación entre el inversor y el promotor, debemos referirnos a la normativa reguladora de los préstamos y de los mercados financiación, y no ahora ya a la LFFE, para conocer mejor las obligaciones contractuales o extracontractuales que se derivan de este tipo de actividad.

---

<sup>434</sup> El C-435/11 de TJUE explica que el concepto de “práctica comercial” como “*todo acto, omisión, conducta o manifestación, o comunicación comercial, incluidas la publicidad y la comercialización, procedente de un comerciante y directamente relacionado con la promoción, la venta o el suministro de un producto a los consumidores*”, pero es demasiado amplio. Véase Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Primera), de 19 de septiembre de 2013, asunto C-435/11, CHS Tour Services GmbH contra Team4 Travel GmbH, apartado 27 y jurisprudencia citada.

<sup>435</sup> El C-391/12 de TJUE pone de relieve dos características de la “práctica comercial”, una es la “práctica de carácter comercial” y la otra es la “directamente relacionada”, véase Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Tercera), de 17 de octubre de 2013, asunto C-391/12, RLvS Verlagsgesellschaft mbH contra Stuttgarter Wochenblatt GmbH, apartado 37.

<sup>436</sup> Véase Conclusiones del Abogado General Sr. Yves Bot, de 4 de julio de 2013, asunto C-59/12, BKK Mobil Oil Körperschaft des öffentlichen Rechts contra Zentrale zur Bekämpfung unlauteren Wettbewerbs eV, punto 40.

<sup>437</sup> Véase Conclusiones del Abogado General Sr. Maciej Szpunar, de 31 de mayo de 2018, asunto C-105/17, Komisia za zashtita na potrebitelite contra Evelina Kamenova, apartado 50.

## 2.2.2. Obligaciones comunes

Aunque existen diferentes tipos de contrato, todos comparten unas obligaciones comunes, que creemos conveniente traer a colación.

### 2.2.2.1. Obligaciones previas a la contratación

En comparación con las obligaciones previas a la contratación de la plataforma, el sistema de obligaciones a que están sujetos los promotores adquiere especial relevancia, dado que están directamente relacionadas con el interés del inversor.

Las obligaciones previas a la contratación se concretan en el deber de información y en la integración razonable de la oferta y publicidad en el contrato, en el caso de la financiación participativa.

- Deber de información

Con respecto a la divulgación de información, esta obligación no es la misma que la de LFFE, dado que el deber de información en la LFFE es compartido entre el promotor y la plataforma, al resultar ser la plataforma el sujeto responsable que ha de trasladar al promotor la necesidad de cumplirla; no obstante, en la relación interna entre financiadores y financiados, según el art. 97 del TRLGDCU, el promotor es el único sujeto del deber de información.

El empresario (promotor) está obligado a facilitar la información relevante, veraz y suficiente del contrato, de forma clara, comprensible, gratuita y al menos en castellano. Al mismo tiempo, el contenido de la divulgación hace referencia a las características principales y a las condiciones jurídicas y económicas, pero no se requiere que la información se refiera al contrato íntegro.



La referencia a las características principales del contrato se ha de entender hecha a las condiciones imprescindibles de los servicios a prestar. En este sentido, se exige que la información a suministrar haga referencia a los datos básicos del empresario, al precio total (con impuestos) o el método para determinar el precio, el presupuesto del rendimiento, los pagos adicionales, el procedimiento de pago, entrega y ejecución del proyecto, la duración del contrato y, en su caso, las condiciones de resolución en el contrato de duración indeterminada; también debe hacer referencia, entre otras informaciones, a la existencia de garantías legales y comerciales, a la lengua de la formalización del contrato, a la existencia del derecho de desistimiento y la manera de ejercitarlo y, finalmente, al procedimiento para las reclamaciones judiciales y extrajudiciales.

Cabe señalar que muchos de los requisitos de información mencionados en el TRLGDCU coinciden con los exigidos en la LFFE, pero también existen diferencias, de manera que ambas normas son complementarias en cuanto al establecimiento de obligaciones, tanto para los promotores como para las plataformas. En otras palabras, la publicación de proyectos de financiación participativa debe combinar los requisitos de ambas regulaciones.

- Requisitos sobre la publicidad

En cuanto a la oferta, promoción o publicidad del proyecto, en primer lugar, la información facilitada debe estar en coherencia con el proyecto, incluyendo las condiciones económicas y las características de la contratación. Además, las informaciones proporcionadas en la oferta, promoción o publicidad deben ser incorporadas al contrato final, salvo que las condiciones del contrato son más beneficiosas para los consumidores. De esta manera, los inversores pueden tener confianza en la publicidad del proyecto o la publicación en la PFP, puesto que las condiciones establecidas van a ser iguales o mejores para ellos en el contrato celebrado después de la aportación de inversión.

Normalmente, esta obligación está controlada por la plataforma debido a que ésta también asume la obligación de garantizar que los datos publicados sean completos en la campaña (por ejemplo, la plataforma debe requerir que quede especificada la cuantía, la duración, la descripción y el rendimiento de la convocatoria), y para facilitar el cumplimiento de esta obligación, suele establecer un documento estándar para que los promotores lo cumplimenten y publiquen.<sup>438</sup> En contrario, si la plataforma no proporciona el modelo de contrato, los promotores deben garantizar la inclusión de las condiciones de campaña al contrato.

#### *2.2.2.2. Obligaciones derivadas de la contratación*

El art. 62 del TRLGDCU primero pone énfasis en la voluntad de contratar de los usuarios; en el caso de la financiación de proyectos, la aportación de fondos puede ser considerada manifestación de su voluntad de participar.

Sobre las cláusulas del contrato, el promotor está obligado a garantizar el ejercicio de los derechos del inversor, por lo que, debe incorporarse al contrato de inversión la descripción del derecho a participar de los beneficios, el derecho de voto, el derecho de información, entre otras facultades derivadas de la posición de socios, así como la posibilidad de transmisión de participaciones<sup>439</sup>. Por su parte, en el contrato de préstamo se ha de establecer un plazo razonable en cuanto a su duración, determinar especialmente el régimen de amortización, el plazo para la devolución del préstamo y establece claramente el procedimiento de terminación anticipada del contrato por parte de los inversores, así como las consecuencias de la misma, esto es, la existencia de penalización, en su caso.

---

<sup>438</sup> Por ejemplo, la plataforma Bizkaia exige a los promotores el cumplimiento de los formularios predispuestos por Bizkaia y toda la documentación para poner en marcha un proyecto. Véase BIZKAIA, "Introducción", fecha de consulta 29 mayo 2021, en <https://crowdfundingbizkaia.com/acerca/general>.

<sup>439</sup> Hay que tener en cuenta que la regulación de plazo es más flexible en el caso de financiación de proyectos de inversión debido a que la inversión está relacionada con el desarrollo de una empresa y la adquisición de la posición como socios; en este caso, nos centramos más en la protección del derecho de transmisión de participación de los inversores que en la mera limitación del plazo del contrato.

Acerca de la documentación del contrato, el promotor está obligado a entregar los recibos y justificantes, entre otros documentos relevantes con la contratación; y si el contrato se formaliza en forma de escritura pública, ambas partes asumirán los gastos pertinentes.

### 2.2.2.3. Obligaciones post contratación

Una de las obligaciones destacadas que se imponen al promotor es la de garantizar el derecho de desistimiento<sup>440</sup> de los inversores, si lo ha concedido. Es importante tener en cuenta que el art. 68.2 del TRLGDCU establece que el derecho de desistimiento de los inversores no surge *ex lege* siempre, sino tan solo en los casos previstos. De otro modo, los inversores podrán disfrutar del derecho de desistimiento solo si la oferta, promoción, publicidad lo han contemplado, o bien si el contrato se lo reconoce. En el caso de PFP, la LFFE no menciona el derecho de desistimiento obligatorio en España, por lo que en el caso de que los promotores no incorporen este derecho al contrato o a la información precontractual, los inversores no pueden tendrán tal facultad.

Una vez que el proyecto empieza a funcionar con la financiación recaudada, los promotores deberán proceder al reembolso establecido o a la distribución de dividendos, según lo que establezca el contrato de financiación, si bien todo ello no se encuentra regulado por las normas aplicables, sino que ha de ser contemplado en el contrato que vincula al inversor y el promotor.

Por último, el promotor asume otro tipo de deberes, como el de confidencialidad sobre los datos de los inversores, la identidad, la información de contacto, etc. durante todo el proceso de financiación. El inversor también debe mantener la confidencialidad y proteger

---

<sup>440</sup> Según el art. 68 del TRLGDCU, “[e]l derecho de desistimiento de un contrato es la facultad del consumidor y usuario de dejar sin efecto el contrato celebrado, notificándose así a la otra parte contratante en el plazo establecido para el ejercicio de ese derecho, sin necesidad de justificar su decisión y sin penalización de ninguna clase”, es decir, la acción de desistimiento resulta en la cancelación del contrato celebrado por una sola parte, y esta acción debe ejercerse dentro de un plazo y con la forma de notificación para que surta efecto.

el derecho de propiedad intelectual del proyecto o del promotor.

### 2.2.3. Obligaciones en contratos específicos

#### 2.2.3.1. Contrato de inversión

Una vez que los usuarios inversores pretendan adquirir participaciones, acciones o valores de una sociedad, se formalizará un contrato de inversión entre el promotor y el inversor y se acompañará algunas veces el contrato de sindicación o el de pacto social, entre otros acuerdos societarios.

Con respecto al contrato de inversión, de hecho, es un contrato de compraventa de acciones y participaciones,<sup>441</sup> por lo que son aplicables las normas específicas relativas a la sociedad en materia de la organización societaria (por ejemplo, la LSC).

En el caso de la participación de los inversores en el futuro proyecto, además de las informaciones como hemos indicado, se necesita depositar los Estatutos sociales o el reglamento de la junta de los promotores con carácter societario, en los cuales debe constar claramente al menos el derecho de asistencia a la junta por medios telemáticos, y el derecho de representación en la junta general por cualquier persona. Pero si se emiten obligaciones de una sociedad, considerando que los inversores no son participantes de la sociedad, no hace falta mencionarlos en los estatutos sociales.

---

<sup>441</sup> En este caso, no podemos considerar simplemente que el contrato de compraventa de acciones y participaciones es un contrato de compraventa. De acuerdo con el art. 1445 del Código Civil, el contrato de compraventa se refiere a que “*uno de los contratantes se obliga a entregar una cosa determinada y el otro a pagar por ella un precio cierto, en dinero o signo que lo represente*” y el art. 609 del Código Civil señala que la compraventa “*se configuró como un contrato obligatorio o creador de obligaciones que sirve de causa y justificación a una transmisión de la propiedad*”, véase L. DIEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, *Fundamentos del derecho civil patrimonial IV: Las particulares relaciones obligatorias*, cit., p. 48. Sin embargo, en la compraventa de acciones, participaciones u otros valores, el objeto del contrato es principalmente la incorporación de los socios en vez de obtener la propiedad de una cosa. Por ello, no es preciso considerar el contrato de compraventa de acciones o participaciones como un tipo de contrato de compraventa.

Otra obligación proveniente de los Estatutos sociales es la de que cuando los pactos parasociales afecten el derecho de voto o a la transmisibilidad de los valores, habrán de ser comunicados, inmediatamente, a la sociedad (el promotor) y al resto de socios por la sociedad. En este sentido, la LFFE prevé que el promotor sigue siendo el sujeto obligado a informar a los inversores sobre las condiciones estatutarias que hayan sido modificadas y que afecten a sus derechos. Al mismo tiempo, el art. 80, apartado 2 de la LFFE establece que serán nulas las cláusulas de los Estatutos que no sean conformes a los requisitos mencionados en esta ley<sup>442</sup>.

### 2.2.3.2 Contrato de préstamo

En función de la naturaleza jurídica del promotor, el contrato de préstamo puede ser de carácter civil o mercantil. En cuanto al préstamo civil (art. 1740 del Código Civil) el contrato será el de mutuo<sup>443</sup>. Aunque en la tradición del Derecho romano, el contrato de préstamo es considerado como un contrato real en el que la entrega de la cosa (*datio rei*) y el acuerdo son signos de la perfección o celebración del contrato, ahora admite que la entrega de cosa fungible no sea necesaria, de manera que el contrato de préstamo es un contrato consensual, por lo que la entrega se convierte en una obligación para el prestatario.<sup>444</sup> En la financiación participativa, esta diferencia no es tan clave porque existe la plataforma como intermediario y siempre establece mecanismo de que la aportación de dinero es el criterio de la inclusión o exclusión del inversor en el proyecto, antes de que se concierte el contrato de préstamo. Por lo tanto, la obligación de entregar no existe en el préstamo de la PFP, sino la obligación de devolución del promotor junto con el pago de un interés. Además, como el objeto del contrato es dinero, se requiere la restitución de la cantidad predispuesta,

---

<sup>442</sup> De conformidad con el art. 204 de la Ley de Sociedades de Capital, los acuerdos que sean contrarios a la Ley son impugnables.

<sup>443</sup> El préstamo mutuo se refiere a que “una de las partes entrega al otro dinero u otra cosa fungible con la condición de que devuelva otro tanto de la misma especie y calidad”. Véase L. DIEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, *Fundamentos del derecho civil patrimonial IV: Las particulares relaciones obligatorias*, cit., p. 553.

<sup>444</sup> Véase *Ibid.*, p. 553-554.

en moneda de curso legal.

Los préstamos tienen carácter mercantil cuando alguno de los contratantes fuere comerciante y los préstamos se destinaren a actos de comercio.<sup>445</sup> El préstamo mercantil encuentra sus reglas en el Código de Comercio, pero no existen muchas diferencias entre el contrato mercantil y el contrato civil en materia del préstamo de dinero. Por lo tanto, el prestamista debe devolver igual cantidad a la recibida, con arreglo al valor legal que tuviere la moneda al tiempo de la devolución. El aspecto más interesante en el Código de Comercio es la regulación del interés. El art. 314 del Código de Comercio comparte la misma idea del Código Civil en cuanto a la necesidad de pactar el interés y el art. 315 reconoce que “[p]odrá pactarse el interés del préstamo, sin tasa ni limitación de ninguna especie” y “[s]e reputará interés toda prestación pactada a favor del acreedor”, pero puede ser limitado por la Ley de Usura en algunas circunstancias<sup>446</sup>, especialmente en el caso del crédito al consumo.<sup>447</sup>

Por último, cabe destacar que cuando el promotor es una persona física y el inversor es una persona jurídica, es necesario pensar en la posibilidad de aplicar el mecanismo de contrato de crédito de consumo. La regulación del crédito al consumo es una de las manifestaciones de la protección de consumidores, así que la Ley 16/2011 menciona que se aplica en “[los] contratos en que una persona física o jurídica en el ejercicio de su actividad, profesión u oficio (en adelante empresario) concede o se compromete a conceder a un consumidor un crédito bajo la forma de precio aplazado, préstamo, apertura de crédito

---

<sup>445</sup> Véase el art. 311 del Código de Comercio.

<sup>446</sup> El art. 1 de la Ley de 23 de julio de 1908, de la Usura indica que “[s]erá nulo todo contrato de préstamo en que se estipule un interés notablemente superior al normal del dinero y manifiestamente desproporcionado con las circunstancias del caso o en condiciones tales que resulte aquél leonino, habiendo motivos para estimar que ha sido aceptado por el prestatario a causa de su situación angustiosa, de su inexperiencia o de lo limitado de sus facultades mentales”. España. Ley de 23 de julio de 1908 sobre nulidad de los contratos de préstamos usurarios. BOE, 24 de julio de 1908, núm. 206, p. 351-352.

<sup>447</sup> En el contrato crédito de consumo, normalmente en el préstamo hipotecario entre los consumidores y el banco, el Tribunal Supremo anula de forma radical y absoluta el interés del 24.6% en el préstamo al consumo por usurario en el que no se subraya la diferencia entre el interés normal y el notablemente superior, así que, en la relación consumidor – comerciante, el interés no puede ser “cualquier” por la limitación de usurario.

o cualquier medio equivalente de financiación, para satisfacer necesidades personales al margen de su actividad empresarial o profesional” (Preámbulo III) , pero están excluidos el contrato de crédito garantizado con hipoteca inmobiliaria,<sup>448</sup> el contrato cuya finalidad sea adquirir o conservar derechos de propiedad sobre terrenos o edificios construidos o por construir y el contrato cuyo importe total sea inferior a 200 euros (el art. 3 de la Ley 16/2011).<sup>449</sup>

Ante todo, el contrato de crédito es una provisión de financiación, que efectivamente es un contrato de préstamo desde el punto de vista civil. Conforme al hilo de protección de consumidor, la Ley 16/2011 enfatiza la importancia de transparencia, cuyo objetivo es asegurar la recepción de información plena y completa del producto o servicio antes de la conclusión del contrato.<sup>450</sup> En este sentido, la Ley 16/2011 propone la forma escrita y contenido mínimo<sup>451</sup> como requisitos de validez del contrato. Acerca del contenido mínimo, destacan por su importancia, la consignación de la tasa (TAE) o el coste de la financiación, especialmente las comisiones, la periodicidad de los pagos, la facultad de reembolso anticipado y las comisiones correspondientes, lo que también constituye el deber de información según la LFFE.

---

<sup>448</sup> El art. 74 de la LFFE únicamente indica que están prohibidos los proyectos basados en préstamos con garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual del prestatario, de ahí que no se excluye plenamente la provisión de la vivienda no habitual como la garantía.

<sup>449</sup> Por las características de la financiación participativa en España, el resto de las situaciones excluidas enumeradas en la Ley 16/2011 no son aplicables en nuestro análisis. Por ejemplo, el contrato de crédito concedido libre de intereses, los contratos celebrados con entidades de crédito y esta empresa de inversión participa en la operación, o el contrato cuya celebración exige que el consumidor entregue un bien al prestamista como garantía de seguridad.

<sup>450</sup> Véase Preámbulo II de la Ley 16/2011.

<sup>451</sup> Véase los arts.7, 9, 10, 12, así como los arts.16-20 de la Ley 16/2011. Acerca del contenido mínimo, la mayoría lo entiende como mayor información, véase L. DIEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, *Fundamentos del derecho civil patrimonial IV: Las particulares relaciones obligatorias*, cit., p. 568-569, pero la difusión de la información representa un mayor coste, y puede hacer inviable la negociación, véase E. HERNÁNDEZ SAINZ, “El crowdfunding inmobiliario mediante contratos de cuentas en participación: una fórmula de inversión participativa ¿alegal o prohibida?”, cit., p. 144, por lo que entendemos que la transparencia no representa una mayor información, sino información suficiente.

De nuevo volvemos a la situación especial cuando el promotor es una persona física. Cabe señalar que muchas disposiciones de la Ley 16/2011 no son aplicables al préstamo en el ámbito de financiación participativa. Así, por ejemplo, no es necesario imponer la obligación precontractual de información al prestamista según el art. 10 de la Ley 16/2011,<sup>452</sup> tampoco es necesario que el prestatario evalúe la solvencia del prestamista del art. 14 de la Ley 16/2011, ya que recordemos que la PFP impone a la plataforma la obligación de recabar todas las informaciones necesarias a tanto los promotores como los inversores<sup>453</sup>.

#### 2.2.4. Responsabilidad derivada de la relación promotor-inversor

Además de la relación entre el usuario y la plataforma, el papel que juega la plataforma en la relación determina su responsabilidad solidaria o subsidiaria<sup>454</sup>. En particular, es importante determinar si los promotores profesionales y promotores ocasionales quedan sujetos a la misma.<sup>455</sup>

---

<sup>452</sup> Véase M. J. MARÍN LÓPEZ, "Crowdfunding, intermediarios de crédito y préstamos al consumo en la Ley 5/2015", *Diario La Ley*, 8575, 2015., p. 9. El autor afirma que este requisito de información precontractual del art. 10.2 LCC tiene por objetivo "garantizar que el futuro prestatario recibe toda la información que precisa para tomar una correcta decisión sobre si contratar o no con ese prestamista", pero en la financiación participativa, el promotor establece las características del préstamo, es decir, el promotor, como consumidor, diseña él mismo las características del préstamo; por lo tanto, no es necesario obligarle a facilitar la información precontractual.

<sup>453</sup> En principio, la plataforma puede optar por la provisión del servicio de designación de riesgos, pero si no lo proporciona específicamente, al menos hay que evaluar el promotor, así que no es tan imprescindible la revisión para la inversión. Además, cabe señalar que esta obligación no se aplica a todos los contratos dado que el art. 3 de la Ley 16/2011 excluye los contratos cuyo importe total sea inferior a 200 euros. En la mayoría de los casos, no se establece un importe mínimo de inversión superior a 200 euros, es decir, una parte de los inversores, a lo mejor, aportan menos de esta cantidad y, por tanto, no asume esta obligación.

<sup>454</sup> Véase M. A. CEBRIÁN SALVAT, "Responsabilidad de las empresas de economía colaborativa: Competencia judicial internacional y ley aplicable en la Unión Europea", en Rosalía Alfonso Sánchez, Julián Valero Torrijos (eds.) *Retos jurídicos de la economía colaborativa en el contexto digital*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2017. p. 635

<sup>455</sup> En la discusión sobre la economía colaborativa, esta cuestión no está indicada en la Agenda Europea, así que se presume la aplicación del principio y las reglas de protección a los consumidores. Véase R. ALFONSO SÁNCHEZ, "La controvertida cuestión reguladora en la economía colaborativa", en Rosalía Alfonso Sánchez, Julián Valero Torrijos (eds.) *Retos jurídicos de la economía colaborativa en el contexto digital*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2017. p. 161-162.



La situación que se produce más habitualmente hace referencia al pago en el plazo establecido. Para evitar una situación de eventual responsabilidad, la PFP tiene a su alcance dos mecanismos. Uno es dar por resuelto el contrato de financiación y el otro es declarar el vencimiento anticipado, sin perjuicio de que los promotores y los inversores hayan llegado a un acuerdo sobre el cobro de rendimiento; en tal caso, la relación se convierte a la relación entre los clientes y la plataforma. No obstante, la provisión de este servicio es auxiliar, es decir, en la mayoría de los casos, son los inversores los que deben solucionar el incumplimiento del contrato, por lo que se trata de responsabilidad contractual. En esta parte pretendemos abordar un problema muy importante<sup>456</sup> que es la responsabilidad conjunta con la plataforma, es decir, la diferencia de responsabilidad solidaria, subsidiaria, mancomunada o responsabilidad propia del promotor frente al inversor. En cuanto a la clasificación de responsabilidad compartida con la plataforma, ha de tener en cuenta el papel que juega en la relación entre el promotor y el inversor, especialmente su función de facilitar un entorno contractual entre los usuarios<sup>457</sup>.

Ya hemos trabajado el rol de supervisión que asume la PFP en la financiación participativa, especialmente en la actuación de selección y valoración de la viabilidad de los proyectos y la verificación de los datos del promotor, por lo cual se hace responsable de los incumplimientos que acontezcan. Por lo tanto, la cuestión fundamental radica en la infracción del deber de diligencia *in vigilando*<sup>458</sup>, que se encuentra en el caso de intervención

---

<sup>456</sup> La diferencia de responsabilidad cuando el promotor es empresario o consumidor no nos parece un gran desviación considerando que 2/3 de los tipos de financiación se refieren a la financiación a la sociedad, y la responsabilidad correspondiente a la sociedad o el consumidor en el proyecto de préstamo son las mismas, la única diferencia, a lo mejor, es el régimen de solvencia.

<sup>457</sup> Véase S. GRUNDMANN; P. HACKER, "Digital technology as a challenge to european contract law", *European Review of Contract Law*, vol. 13, 3, 2017. p. 273 y ss.

<sup>458</sup> Véase G. RUBIO GIMENO, "Responsabilidad de las plataformas de economía colaborativa y responsabilidad del proveedor del servicio", cit., p. 132. También véase Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) 1012/2001, de 2 de noviembre de 2001 (recurso 2104/1996), en este caso, hace responsable a un ayuntamiento por la omisión de medidas de seguridad por parte de dos empresas constructoras contratada para obras de viviendas. La sentencia menciona que: "se atribuye la culpa 'in vigilando' la vigilancia, intervención, control o cierta dirección en los trabajos efectuados o a efectuar por el agente causante del daño". Comparte la misma idea en Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) 573/2003, de 13 de junio de 2003 (recurso 2104/1996).

de un tercero.

La introducción de promotor en la actividad de financiación participativa no es responsabilidad de la plataforma, salvo que efectúa una influencia efectiva en esta actividad.<sup>459</sup> Consideramos necesario hacer referencia al Borrador de Directiva en materia de plataformas en línea (*online intermediary platforms*) (en adelante, borrador de Directiva), redactado por el grupo de investigación de Derecho de servicios digitales (*Research group on the Law of Digital Services*)<sup>460</sup>, mediante la cual se pretende establecer una regulación a nivel europeo respecto de la relación entre la plataforma en línea intermediaria con sus clientes. En este borrador de Directiva se prevé que la responsabilidad de la plataforma intermediaria, además de la responsabilidad derivada del contrato de prestación de servicio, se produzca por: 1) no eliminar la información engañosa facilitada por los proveedores; 2) que el consumidor depende razonablemente en la influencia predominante de la plataforma; 3) la declaración engañosa de la plataforma; 4) la garantía dada por la plataforma.<sup>461</sup> Con respecto al incumplimiento del promotor en la financiación participativa, debemos referirnos al segundo y al cuarto supuesto.

En relación con la responsabilidad por el incumplimiento directo del promotor, el art. 18 del borrador de Directiva exige que la plataforma tenga “influencia predominante” sobre el promotor, la cual se produce si el contrato entre los usuarios es exclusivamente concertado en la plataforma, si la plataforma puede retener el pago del usuario o si puede determinar

---

<sup>459</sup> Véase *Ibid.*, p. 133.

<sup>460</sup> Véase RESEARCH GROUP ON THE LAW OF DIGITAL SERVICES, “Discussion draft of a Directive on online intermediary platforms.”, *Journal of European Consumer and Market Law*, vol. 5, 4, 2016. p. 153-196.

<sup>461</sup> Véase el art. 16 del borrador de Directiva, “[i]n addition to any other liability of the platform operator under platform-supplier contracts or platform-customer contracts, a platform operator may be liable (a) to customers for failure to remove misleading information given by suppliers under Art. 17; (b) to customers who can reasonably rely on the predominant influence of the platform operator over suppliers under Art. 18; (c) to customers or suppliers for misleading statements made by the platform operator under Art. 19; (d) to customers or suppliers for guarantees given under Art. 20”. Solo uno de los criterios es suficiente para determinar el control predominante de la plataforma, y esta lista no es cerrada, por lo que se valora caso por caso.

la parte esencial del contrato, el precio, o bien proporcionar imagen o marca a los promotores, o bien comprometerse a regular la conducta del promotor, y por último, si las comunicaciones comerciales se centran en la plataforma en vez de en el promotor. Ahora bien, no todo cabe en la relación entre PFP y sus clientes. Actualmente, la PFP tiene prohibido retener el pago de los usuarios y tampoco puede autorizar la utilización de su marca en otros proyectos de otro promotor; el resto de las posibilidades son servicios auxiliares de la cada PFP. En otras palabras, la justificación de la responsabilidad de la PFP depende de cómo actúa la PFP en la relación entre sus clientes, o sea, si tiene control predominante en el contrato de financiación participativa. En el caso de que imponga este tipo de control, existirá responsabilidad solidaria<sup>462</sup> entre la plataforma y el proveedor por el incumplimiento de contrato de financiación. Por lo tanto, si el borrador se acaba convirtiendo en Directiva al final, deberemos transponerla al ordenamiento jurídico y, en tal caso, deberemos modificar la LFFE en relación con este tipo de responsabilidad.

Con respecto de la garantía que debe prestarse frente al usuario, según el art. 20 del borrador de Directiva, hay que tener en cuenta que la LFFE establece la PFP no puede garantizar en ningún momento el rendimiento al inversor ni al promotor; en relación con el éxito de recaudación de fondos, por lo tanto, no nos detendremos en este supuesto, ya que en este caso, el promotor es el único responsable.

Por último, considerando que la mayoría de los proyectos están relacionados con la incorporación de los inversores a la sociedad, es inevitable que surjan las responsabilidades derivadas al conflicto societario, es decir, la tutela de los socios.

---

<sup>462</sup> El autor Antonio Ortí Vallejo considera que la responsabilidad mancomunada es el régimen más adecuado por la naturaleza contractual de los daños, véase A. ORTÍ VALLEJO, "Las relaciones contractuales en las plataformas de economía colaborativa", cit., p. 108-109. Adoptamos la expresión en el borrador porque la responsabilidad solidaria es más conveniente para los inversores; por otra parte, normalmente el incumplimiento del promotor supone la desaparición o entre en el período de solvencia, así que la condición de actuar conjuntamente entre la plataforma y el promotor es difícil de cumplir. Por lo tanto, el inversor puede dirigir a cualquiera de ellos por la totalidad de pérdida, sin perjuicio de que cualquiera de ellos pueda exigir su cuota a otra parte.

En el ámbito societario, existen tres sujetos que pueden ser responsables frente el daño causado a los socios: los administradores, el resto de los socios y la sociedad, dependiendo de las acciones perjudicadas.<sup>463</sup> En primer lugar, el régimen de responsabilidad de los administradores es el mismo en la sociedad anónima y en la limitada “[/][os administradores responderán [...] frente a los socios, [...] del daño que causen por actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo, siempre y cuando haya intervenido dolo o culpa” (art. 236 de la LSC). Pero cuando es la sociedad la que sufre el daño, la sociedad tiene la legitimación para ejercitar la acción social, mientras que los socios están legitimados subsidiariamente. En el caso de haber lesionado directamente los intereses de los socios, estos socios pueden iniciar la acción individual de responsabilidad. Adicionalmente, los administradores deben responder de las obligaciones relativas a la disolución de la sociedad. En segundo lugar, la tutela de los socios también permite que los socios reclamen a la sociedad por las obligaciones sociales. Y, en tercer lugar, los socios están legitimados para el ejercicio de la acción de responsabilidad por aportación no dineraria en las sociedades limitadas siempre y cuando el socio haya votado en contra del acuerdo y represente al menos 5% del capital social.

---

<sup>463</sup> En primer lugar, el régimen de responsabilidad de los administradores es lo mismo tanto en la sociedad anónima como en la sociedad de responsabilidad limitada al respecto “[/][os administradores responderán [...] frente a los socios, [...] del daño que causen por actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo, siempre y cuando haya intervenido dolo o culpa” (art. 236 de la LSC). Del tenor de este artículo se desprende el incumplimiento de los deberes en el desempeño del cargo, la existencia del daño, la relación de causalidad entre el acto u omisión y el daño, así como el dolo o culpa. Pero cuando es la sociedad la que sufre el daño, la sociedad tiene la legitimación para tomar la acción social, y los socios tienen el carácter subsidiario; en el caso de que se hayan lesionado directamente los intereses de los socios, éstos socios pueden iniciar la acción individual de responsabilidad. Adicionalmente, los administradores son responsables de las obligaciones relativas a la disolución de la sociedad. En segundo lugar, la tutela de los socios también permite a éstos reclamar a la sociedad las obligaciones sociales. En tercer lugar, los socios tienen la legitimación para el ejercicio de la acción de responsabilidad por aportación no dineraria en las sociedades limitadas siempre y cuando el socio haya votado en contra del acuerdo y represente al menos el 5% del capital social.

En la práctica, es frecuente encontrar la demanda a los sujetos diferentes, así que se produce la cuestión de acumulación de las acciones, como la acción contra los administradores por responsabilidad por deudas y a la sociedad por las obligaciones sociales, pero el Tribunal Supremo mantiene la posición de reconocer la acumulación, véase Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) 539/2012, de 10 de septiembre de 2012 (recurso 2149/2009).



**CAPÍTULO IV. ANÁLISIS DE LAS PLATAFORMAS  
DEL CROWDFUNDING: UNA VISIÓN DESDE EL  
DERECHO COMPARADO**



El crowdfunding llamó la atención del público por primera vez en el Reino Unido en 1997<sup>464</sup> y luego se expandió rápidamente en el mercado mundial, especialmente en los Estados Unidos, donde se derivan muchos más modelos de microfinanciación. Asimismo, la Unión Europea también ha presentado un mercado con gran potencial de crecimiento. Por su parte, aunque el mercado chino no comenzó la nueva forma de recaudación de fondos hasta 2011<sup>465</sup>, con la introducción del concepto de *Fintech* y el *boom* de e-comercio, la industria del crowdfunding se ha desarrollado a alta velocidad en China estos años, y desde 2018 China se ha convertido en el mayor mercado de financiación colectiva en el mundo<sup>466</sup>.

Ante la rápida evolución de la forma de financiación en masa, las normas quedan también rápidamente obsoletas, lo que en la práctica conduce a diferentes actitudes y desarrollo diversificado del mercado en estos países. Por lo tanto, consideramos de interés llevar a cabo un análisis pormenorizado del fenómeno del crowdfunding en el contexto global, desde el punto de vista práctico.

## 1. TIPOS DEL CROWDFUNDING REGULADOS EN OTROS ORDENAMIENTOS JURÍDICOS

En primer lugar, abordaremos los tipos específicos de crowdfunding actualmente permitidos, o regulados, dado que si bien el resto de las modalidades no son ilegales, lo cierto es que

---

<sup>464</sup> El primer caso notable es el de la financiación de donación planteada por la banda de rock británica Marillion en 1997 con 60.000 dólares a través de un club de fans en línea, que le permitió ofrecer conciertos de gira por el norte de los Estados Unidos. Véase T. MASTERS, "Marillion "understood where the internet was going early on"", *BBC News*, 2013, fecha de consulta 12 septiembre 2019, en <https://www.bbc.com/news/entertainment-arts-23881382>.

<sup>465</sup> La primera crowdfunding plataforma es Demohour, y después de solo 2 años, ha recibido más de 7000 proyectos y financiado más de 2000 proyectos en 2013. Véase Z. HUANG; C. L. CHIU; S. MO; R. MARJERISON, "The nature of crowdfunding in China: initial evidence", *Asia Pacific Journal of Innovation and Entrepreneurship*, vol. 12, 3, 2018. p. 303.

<sup>466</sup> VALUATES REPORT, "The global crowdfunding market was valued at 10.2 billion US\$ in 2018 and is expected to reach 28.8 billion US\$ with a CAGR of 16% by 2025", *PR Newswire*, 2019, fecha de consulta 12 septiembre 2019, en <https://www.prnewswire.com/in/news-releases/the-global-crowdfunding-market-was-valued-at-10-2-billion-us-in-2018-and-is-expected-to-reach-28-8-billion-us-with-a-cagr-of-16-by-2025-valuates-reports-888819175.html>.



permanecen en la regulación de las normas antiguas, es decir, que no se han adaptado a la forma especial de “crowdfunding”.

### 1.1. Estados Unidos

La crisis financiera comenzó en los Estados Unidos (EE.UU.) en 2007 con el primer indicio de la subida del precio y la morosidad temprana en las hipotecas *subprime*, y culminó en el pánico en el mundo de negocios por el colapso del centenario banco de inversión *Lehman Brothers*<sup>467</sup>, la compañía de seguros *American International Group*<sup>468</sup> y las empresas gigantes hipotecarias *Fannie Mae* y *Freddie Mac*<sup>469</sup> durante los meses de septiembre y octubre de 2008, e incluso existe intervención del banco central, la Reserva Federal y otros órganos del gobierno para responder la caída del mercado con dinero y liquidez, la gran recesión parece inevitable.<sup>470</sup>

---

<sup>467</sup> Es una compañía del banco de inversión cuyo negocio consiste en la inversión en el mercado de valores, especialmente en valores relativos a la hipoteca residencial. Cuando se produjo la crisis de las hipotecas subprime, fue la primera *giants* en declararse en quiebra. Véase M. DUBOFSKY, *The Oxford encyclopedia of American business, labor, and economic history*, Oxford University Press, Oxford, 2013. p. 470.

<sup>468</sup> AIG es una empresa de seguros a nivel mundial que ofrece múltiples seguros al público, a saber, seguros de vida, pensiones. Véase AMERICAN INTERNATIONAL GROUP, *Annual report*, 2016. p. 3. No obstante, lo más importante antes de la quiebra para AIG era su negocio del mercado de las obligaciones de deuda garantizadas (*collateralized debt obligation*, “CDO”), concretamente, AIG aseguraría las CDOs contra el incumplimiento mediante otro producto financiero conocido como permuta de créditos impagados (*credit default swap*, “CDS”), véase G. GETHARD, “Falling giant: A case study of AIG”, *Investopedia*, 2019, fecha de consulta 1 octubre 2019, en <https://www.investopedia.com/articles/economics/09/american-investment-group-aig-bailout.asp>.

<sup>469</sup> Fannie Mae y Freddie Mac son empresas patrocinadas por el gobierno (*Government Sponsored Enterprise*) de los EE.UU., creadas por el Congreso en 1938 y 1970, respectivamente. Su misión común es ayudar a proporcionar liquidez, estabilidad y asequibilidad al mercado de residencias de EE.UU. mediante la compra o garantía del pago de determinadas hipotecas residenciales gracias a la venta de valores respaldados por hipotecas (*mortgage-backed securities*). Véase FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY, “About Fannie Mae and Freddie Mac”, fecha de consulta 1 octubre 2019, en <https://www.fhfa.gov/SupervisionRegulation/FannieMaeandFreddieMac/Pages/About-Fannie-Mae---Freddie-Mac.aspx>.

<sup>470</sup> Véase R. D. GUYNN; D. POLK; WARDWELL LLP, “The financial panic of 2008 and financial regulatory reform”, *The financial panic of 2008 and financial regulatory reform*, 2010. p. 25; A. D. TAPIA FRADE, “La regulación del «equity crowdfunding» en el Derecho de EE.UU. Referencia a la Jumpstart our business startups (JOBS) Act – h.r. 3606”, en Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González-Serrano (eds.) *Crowdfunding: Aspectos legales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2016. p. 73-74.

La consecuencia de la crisis, sin duda, es intensa y afectó a todo el país, a saber, se dobló la tasa de desempleo a finales de 2009 en comparación con la tasa de 2008,<sup>471</sup> y el porcentaje de crecimiento anual de PIB cayó del 1,8% en 2007 al -2.5% en 2009<sup>472</sup>. Bajo la presión de la expansión rápida de la recesión, el 21 de julio de 2010 se publicó un reglamento en materia de reforma del mercado financiero con el propósito principal de proteger a los consumidores de la complejidad y la escasa transparencia de los instrumentos financieros, la cual es Ley Dodd-Frank de Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, H.R. 4173*). Teniendo en cuenta este propósito, se reforma la organización de los órganos de supervisión mediante la incorporación del Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera, el Comité Consultivo de Inversores, entre otros órganos, para evitar el riesgo sistemático de la financiación. Además, se proponen mayores requerimientos de capital y liquidez para las instituciones financieras y para la transparencia de las operaciones fuera del mercado secundario, especialmente la comercialización de titulizaciones y otros derivados.

Esta reforma tuvo un efecto positivo en el mercado económico e incrementó drásticamente la confianza de los inversores frente a esta regulación estricta. Sin embargo, este nuevo marco de regulación dio una vuelta más a las maltrechas economías de las empresas debido a que se dificultó la financiación por parte de las entidades tradicionales y exigió que las empresas depositaran más información en la Comisión de Bolsas y Valores (*Securities and Exchange Commission*, en adelante, “SEC”). En otras palabras, la realización de proyectos empresariales se enfrentaba a la rígida condición de captar el capital y de ahí que las empresas en quiebra no podían recuperarse fácilmente.

---

<sup>471</sup> En enero de 2008, la tasa de desempleo nacional era del 5,0% y al final de la recesión, la tasa de desempleo alcanzó un máximo del 10,0% en octubre de 2009. Véase BUREAU OF LABOR STATISTICS, “Unemployment rate”, fecha de consulta 1 octubre 2019, en <https://data.bls.gov/pdq/SurveyOutputServlet>.

<sup>472</sup> WORLD BANK, “GDP growth (annual %) - United States”, fecha de consulta 1 octubre 2019, en <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2011&locations=US&start=2005>.

Como consecuencia de este escenario, se promulgó otra nueva ley conocida como la ley del crowdfunding, *Jumpstart Our Business Startups Act, H.R. 3606* (en adelante, “*JOBS Act*”), que entró en vigor el 16 de mayo de 2016. Esta norma hace hincapié en la necesidad de incrementar la creación y el desarrollo de las PYME, creando así más puestos de trabajo<sup>473</sup> y mejorando las condiciones económicas, así que las medidas adoptadas consisten en “*la relajación de los requisitos de información, buen gobierno y contabilidad*”<sup>474</sup>, y luego la publicación de la Regla Final (*Final Rule*)<sup>475</sup> ilustra una implementación pormenorizada de esta ley por parte de la SEC.

Acerca de la regulación del crowdfunding, no todas las modalidades del crowdfunding estaban incluidas en esta norma, por lo que se hacía necesario un equilibrio entre la necesidad de proteger a los inversores y la urgencia de facilitar la financiación corporativa.<sup>476</sup> En este sentido, el Título III de la JOBS ACT regula únicamente las “*transacciones relativas a la oferta o venta de valores por parte de un emisor (incluye todas las entidades controladas por el emisor o bajo un control común con él*”<sup>477</sup> según la letra (a)

---

<sup>473</sup> Merkley, senador en el Congreso de EE.UU. declaró que el crowdfunding permitiría la “*wisdom of the crowd*” con el fin de recaudar fondos en pequeñas cantidades para las pequeñas e innovadoras empresas, que son el motor de la creación de empleo. Véase J. MERKLEY, *Crowdfunding*, 2011. El Representante Bachus también consideró que los negocios nuevos y las empresas pequeñas eran las que crearían casi todas las innovaciones y los nuevos puestos en EE.UU. Véase BACHUS, *Access to capital for job creators act*, 2011.

<sup>474</sup> A. D. TAPIA FRADE, “La regulación del «equity crowdfunding» en el Derecho de EE.UU. Referencia a la *Jumpstart our business startups (JOBS) Act – h.r. 3606*”, cit., p. 77.

<sup>475</sup> Securities and Exchange Commission. Final rule. *The final rules and forms are effective May 16, 2016, except that instruction 3 adding part 227 and instruction 14 amending Form ID are effective January 29, 2016.*

<sup>476</sup> Por una parte, Merkley afirmó que “*existirían riesgos reales de pérdidas de inversión a un ritmo mucho mayor que la inversión ordinaria*” en el caso de que el crowdfunding se realizara sin la debida supervisión, especialmente en el caso de los valores pequeños y no registrados. Véase J. MERKLEY, *Crowdfunding*, cit. Por otra parte, Mchenry subrayó que las normativas federales sobre valores, «*Securities Act of 1933*» y «*Securities Exchange Act of 1934*», estaban totalmente obsoletas y resultaban onerosas y costosas para las pequeñas empresas. Además, los individuos con un patrimonio promedio no tenían una buena oportunidad de inversión y la pequeña empresa sufría una limitación en cuanto a la cantidad de participación en el capital que podría proporcionar, el número de inversores que podrían participar, entre otras limitaciones. Véase P. MACHENRY, *Entrepreneur accesS to capital act*, 2011.

<sup>477</sup> El texto original es “*transactions involving the offer or sale of securities by an issuer (including all entities controlled by or under common control with the issuer)*”.

de Sec. 302 para que sean exentas de muchos requisitos exagerantes, por ejemplo el registro obligatorio de la oferta y venta de valores, según la Ley de Título de Valores de 1933 (*Securities Act of 1933*, en adelante “SA 1933”).

Ante todo, es necesario conocer qué se entiende por “valores” (*securities*). De conformidad con la SA 1933 en su SEC. 2.<sup>478</sup> se define el término “*security*”. Según lo dispuesto en este artículo, las participaciones o acciones, así como las obligaciones, se reconocen como “*securities*”, es decir, realmente, esta lista de productos financieros es muy extensa<sup>479</sup> puesto lo que incluye tanto los instrumentos estándares<sup>480</sup> como los instrumentos no fácilmente identificables (*catch-all*)<sup>481</sup>. De todas formas, hay que tener en cuenta que el préstamo entre partes (*P2P lending*) no está incluido en este concepto, así que, en teoría, el negocio de *P2P lending* queda fuera de la supervisión de SEC. Sin embargo, las plataformas de *P2P lending* más populares en EE.UU. como, por ejemplo, *Prosper*

---

<sup>478</sup> Conforme al 15 U.S.C.A. §77b (2010), “The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.”

<sup>479</sup> P. SLATTERY, “Square pegs in a round hole : SEC regulation of online Peer-to-Peer Lending and the CFPB alternative”, *Yale Journal on Regulation*, vol. 30, 1, 2013. p. 252.

<sup>480</sup> Los instrumentos estándar se refieren a las acciones, pagarés, obligaciones, entre otros que son fácilmente identificables como valores. Véase J. S. MOFSKY, “Some comments on the expanding definition of security”, *University of Miami Law Review*, vol. 27, 3–4, 1973. p. 396.

<sup>481</sup> Los instrumentos no fácilmente identificables, como, por ejemplo el “contrato de inversión”. Véase B. D. JOHNSON, “Discretionary commodity accounts as securities: An application of the howey test”, *Fordham Law Review*, vol. 53, 3, 1984. p. 643; J. S. MOFSKY, “Some comments on the expanding definition of security”, cit., p. 397.

*Marketplace*<sup>482</sup>, han recibido la orden de “cese y desista” (*cease and desist*) de sus actividades por parte de la SEC debido al hecho de que los préstamos tienen el carácter de “inversión” (*equity*), lo que constituye la violación de la SA 1933. Las razones que ofrece la SEC son las dos siguientes.<sup>483</sup>

Por un lado, se observa que el “pagaré” (*note*) que la plataforma proporciona a sus clientes es un tipo de inversión, puesto que los prestamistas tienen la esperanza de recibir un beneficio en forma de intereses, que generalmente es más elevado que el interés de las cuentas de depósito tradicionales, y que *Prosper* contribuye mucho al negocio entre el prestamista y prestatario, e incluso tiene el poder de gestionar el impago y la reventa de los préstamos morosos a los compradores de deuda. En este sentido, *Prosper* participa profundamente en este negocio de préstamo. Por otro lado, desde el punto de vista jurídico, las decisiones del Tribunal Supremo también defendieron el supuesto de que el “*note*” de *Prosper* pertenece a la categoría de inversión.

---

<sup>482</sup> La plataforma *Prosper* es estableció en 2005 actuando como el primer *P2P lending* mercado en los EE.UU. Su función principal es conectar y hacer coincidir la demanda para prestar y la parte que ofrece fondos cuando la plataforma desempeña el papel de “prestamista”, lo que se denomina “*double-blind auction*” con apoyo de herramientas como *Quick Invest*, *Auto Quick Invest*. Los prestatarios solicitan préstamos con un tipo de interés fijo, y con un plazo fijo de entre 2,000 y 40,000 dólares. A continuación, *Prosper* les asigna una calificación crediticia basada en los datos de la oficina de crédito (*credit bureau*), el historial crediticio, los datos de ingresos, etc. Después de la publicación del proyecto indicado, los prestamistas potenciales podrán financiar el proyecto con una remuneración de forma de interés, que suele ser superior a los intereses de las cuentas de depósito de las instituciones financieras tradicionales, como el banco. En vez de prestar el dinero directamente de la cuenta del prestamista a la cuenta del prestatario, éste recibe un préstamo de un banco (*WebBank*) con el que *Prosper* ha contratado. Los intereses de este préstamo, tras el cierre de esta subasta, se venden y lo que los prestamistas reciben a cambio es un pagaré individual sin recurso (*individual non-recourse promissory note*). Ambas partes tienen prohibido conocer a la otra parte a lo largo del proceso, y *Prosper* realiza el trabajo de recaudar los fondos de los prestamistas y distribuir estos fondos al prestatario. Entre la literatura de: P. SLATTERY, “Square pegs in a round hole : SEC regulation of online Peer-to-Peer Lending and the CFPB alternative”, cit., p. 238-240; PROSPER, “What is auto invest”, fecha de consulta 2 octubre 2019, en <https://prosper.zendesk.com/hc/en-us/articles/210590623-What-is-Auto-Invest->; PROSPER, “About us”, fecha de consulta 2 octubre 2019, en <https://www.prosper.com/about>; SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Order instituting cease-and-desist proceedings pursuant to section 8A of the Securities Act of 1933, making findings, and imposing a cease-and-desist order*, vol. 8984, 2008.

<sup>483</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Order instituting cease-and-desist proceedings pursuant to section 8A of the Securities Act of 1933, making findings, and imposing a cease-and-desist order*, cit., vol. 8984.

En el caso de SEC contra *W.J.Howey Co.*, el juez afirmó que el contrato de venta de terrenos y el contrato de servicio eran conjuntamente un “contrato de inversión” y desarrolló un “*Howey test*” para determinar si un instrumento financiero podría calificarse como inversión regulada en la SA 1933, que era “*un contrato, tracción o plan en virtud del cual una persona [1] invierte su dinero [2] en una empresa común [3] y se ve obligada a esperar beneficios [4] únicamente de los esfuerzos del promotor o de un tercero*”<sup>484</sup>. Acerca de lo que lleva a cabo *Prosper*, los prestamistas prestan su dinero mediante la plataforma siempre con el deseo de obtener beneficios, por lo que se cumplen los requisitos 1 y 3; su inversión es destinada a una empresa en común<sup>485</sup>, *Prosper*, así se cumple el requerimiento 2; al final, la obtención de su beneficio es determinada en gran medida por *Prosper*.

Además, en el caso de *Reves* contra *Ernst & Young* se sostuvo que el *note* debería considerarse una forma de *security* con la excepción de algunas circunstancias concretas en la lista enumerada<sup>486</sup> o que se supondría un “parecido familiar” (*strong family resemblance*) con los “pagarés no inversión” (*non-security notes*). Para identificar este parecido familiar, se propusieron cuatro componentes: la motivación de los vendedores y compradores; el plan de distribución; la expectativa razonable de los inversores; y la

---

<sup>484</sup> El texto original redacta como “*a contract, transaction or scheme whereby a person [1] invests his money [2] in a common enterprise [3] and is led to expect profits [4] solely from the efforts of the promoter or a third party*”, véase 328 U.S. 293 (1946). Supreme Court of the United States, 27 de mayo de 1946 66 Supreme Court Reporter, p. 1102-1103.

<sup>485</sup> Existen varios criterios acerca del juicio de la empresa en común. En primer lugar, el método horizontal que requiere un fondo común (*funds pooling*), o una distribución proporcional de los beneficios entre los inversores; en segundo lugar, el método vertical que pide a los promotores que soporten el resultado del éxito o del fracaso aprovechando su profesionalidad, que es más amplio que el primer modo de modo que no se tenga en cuenta la relación entre los inversores y la relación entre los promotores y sus inversores; en tercer lugar, el método vertical estricto, este modo exige que el éxito y el fracaso de la inversión dependan mutuamente de los inversores y los promotores. Todos los criterios mencionados están respaldados por una serie de jurisprudencias estadounidenses, véase S. G. FLANAGAN, “The common enterprise element of the howey test”, *Pacific Law Journal*, vol. 18, 4, 1987. p. 1150-1160.

<sup>486</sup> La jurisprudencia facilita una lista cerrada en materia de las situaciones en las que el *note* tiene el carácter de *security*: “*notes delivered in a consumer financing; notes secured by a mortgage on a home; short-term notes secured by a lien on a small business or its assets; short-term notes evidenced by accounts receivable; notes evidencing “character” loans to bank customers; notes formalizing open account debts incurred in the ordinary course of business; and notes evidencing loans from commercial banks for ordinary operations*”. Véase 494 U.S. 56 (1990). Supreme Court of the United States, 21 de febrero de 1990 110 Supreme Court Reporter, p. 951.

existencia de un régimen regulatorio alternativo.<sup>487</sup> Por ello, es obvio que *Prosper* no está llevando a cabo las actividades en la lista enumerada y asimismo, la motivación de los prestamistas y la mayoría de los prestatarios es obtener beneficios en el negocio; existe la participación de un gran público sin restricciones en el plan de distribución; los prestatarios en *Prosper* tienen la expectativa de realizar una inversión; y en ese momento *Prosper* no proporciona un mecanismo de protección para los inversores.<sup>488</sup>

En resumen, los instrumentos de préstamo son categorías de *security* en los EE.UU.,<sup>489</sup> salvo el préstamo con el consumidor, a estos efectos, aunque el JOBS ACT menciona la regulación especial del crowdfunding de la transacción de “*securities*”, entendemos que tanto la forma del crowdfunding de inversión como la mayoría de los préstamos están incluidas en esta regulación.

## 1.2. China

La cultura del crowdfunding en China se encuentra arraigada desde hace miles años porque muchos templos budistas se establecieron con las aportaciones de los ciudadanos, ya que representaba un mejor deseo de obtener la bendición de los dioses. En términos de su

---

<sup>487</sup> Véase 494 U.S. 56 (1990). Supreme Court of the United States, 21 de febrero de 1990 110 Supreme Court Reporter, p. 951-952. El texto original es “[f]irst, we examine the transaction to assess the motivations that would prompt a reasonable seller and buyer to enter into it. [...] If the note is exchanged to facilitate the purchase and sale of a minor asset or consumer good, to correct for the seller’s cash-flow difficulties, or to advance some other commercial or consumer purpose, [...] the note is less sensibly described as a “security”. [...] Second, we examine the “plan of distribution” of the instrument [...] to determine whether it is an instrument in which there is a “common trading for speculation or investment”. [...] Third, we examine the reasonable expectations of the investing public. [...] Finally, we examine whether some factor such as the existence of another regulatory scheme significantly reduces the risk of the instrument, thereby rendering application of the Securities Acts unnecessary”.

<sup>488</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Order instituting cease-and-desist proceedings pursuant to section 8A of the Securities Act of 1933, making findings, and imposing a cease-and-desist order*, cit., vol. 8984. p. 4-6.

<sup>489</sup> Véase G. S. ROSIN, “Historical perspectives on the definition of security”, *South Texas Law Review*, vol. 28, 3, 1987. p. 578 y 612, en la *common law*, el término “security” aborda una gran variedad de instrumentos y es lo suficientemente amplio como para incluir préstamos de cualquier tipo, ya sean garantizados o no.

desarrollo en el siglo XXI, la financiación participativa es una de las vías preferidas tanto por los inversores como por los promotores. Por un lado, para los inversores, el aumento de los ingresos ha cambiado por completo el hábito de consumo habitual de la población, de modo que las personas tienen más intención de invertir, especialmente en los programas con una alta remuneración y menos riesgo; por otro lado, el gran número de emprendedores que tienen más potencial de desarrollo, pero carecen de capital inicial, ya que una parte significativa del importe de la inversión se ha sido transmitido a las empresas respaldadas por el gobierno o las sociedades cotizadas porque tienen más seguridad desde el punto de vista de las instituciones financieras.<sup>490</sup>

Sin embargo, la expansión de las plataformas del crowdfunding no es fácil y cómoda (véase el Cuadro 6 debajo). Al principio de la introducción del nuevo concepto de financiación, el público no le prestó mucha atención (2011-2013), pero con la participación de las instituciones financieras tradicionales, así como de las plataformas de comercio electrónico, la confianza y el gran número de usuarios provocaron una explosión de la nueva forma de inversión y financiación. Entretanto, el gobierno chino promulgó una serie de reglamentos y políticas como Orientación sobre la promoción activa de la iniciativa "Internet+" (2015)<sup>491</sup>, Guía para promover el desarrollo saludable de las finanzas en Internet (2015)<sup>492</sup>, XIII Plan Quinquenal de China (2016)<sup>493</sup> para impulsar la manera de financiación de modo alternativo; asimismo, no existían muchas limitaciones en el entorno legal, es decir, el establecimiento

---

<sup>490</sup> Véase Y. YUAN; L. CHEN, *China crowdfunding industry development research*, Shanghai Jiao Tong University Press, Shanghai, 2018. p. 3-4.

<sup>491</sup> China. Guiding Opinions of the State Council on vigorously advancing the "Internet Plus" action. *No. 40 [2015] of the State Council*, July 1<sup>st</sup>, 2015.

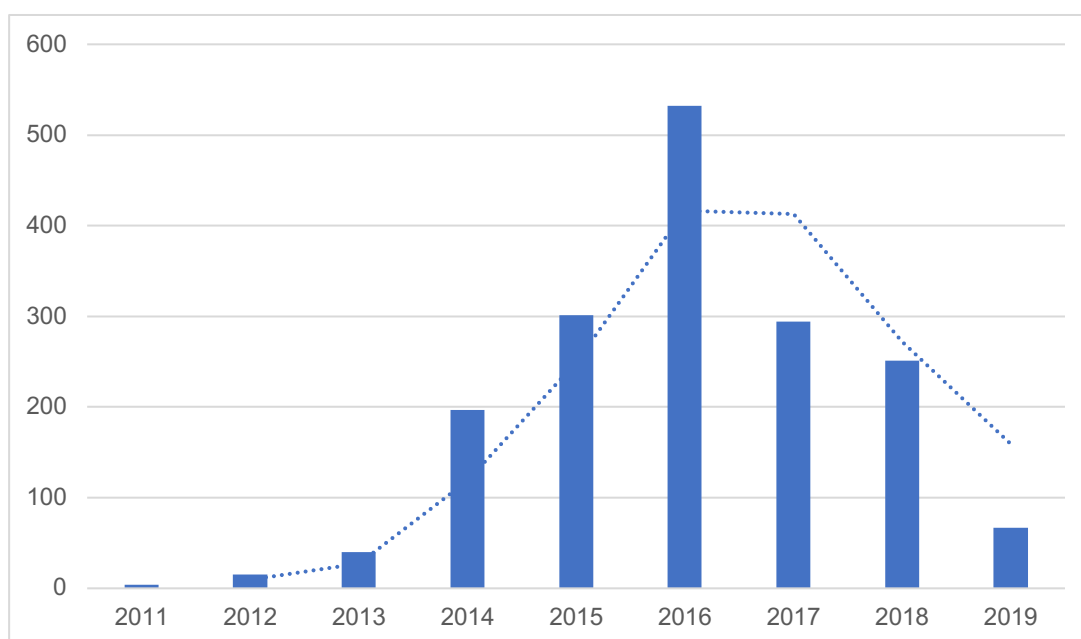
<sup>492</sup> China. Guiding Opinions of the People's Bank of China, the Ministry of Industry and Information Technology, the Ministry of Public Security, the Ministry of Finance, the State Administration for Industry and Commerce, the Legal Affairs Office, the China Banking Regulatory Commission, the China Securities Regulatory Commission, the China Insurance Regulatory Commission, and the Cyberspace Administration of China on promoting the sound development of Internet finance. *No. 221 [2015] of the People's Bank of China*, July 14<sup>th</sup>, 2015.

<sup>493</sup> China. Outline of the 13th Five-Year Plan for the national economic and social development of the People's Republic of China. *National People's Congress*, March 16<sup>th</sup>, 2016.



de una plataforma de financiación participativa es muy fácil en ese momento. Por lo tanto, la industria se encontraba en una etapa de rápido crecimiento (2014-2016).

No obstante, la falta de regulación tal vez puede haber aumentado el tamaño del mercado del crowdfunding al principio, pero el fraude en los proyectos y las plataformas darían lugar a un negocio inestable y luego requerirían una revisión más estricta tanto de las políticas como de las normativas, mientras que los inversores comenzaron a ser plenamente consciente del riesgo de la inversión, de ahí que muchas plataformas sufrieron una serie de quiebras y una reforma industrial completa (2017-). Hasta ahora, casi todas las plataformas de financiación de inversión o préstamo desaparecen en China.



Cuadro 6 Plataformas operativas de crowdfunding en China 2011-2019<sup>494</sup>

<sup>494</sup> Datos obtenidos de la lectura de las obras siguientes: Y. YUAN; L. CHEN, *China crowdfunding industry development research*, cit., p. 16; Z. C. ASSOCIATION, *The development of Internet crowdfunding in China 2007, 2017*, p. 6-7; RENCHUANG CONSULTANT, "Annual report of China crowdfunding development in 2017", *Zhongchoujia*, 2018, fecha de consulta 7 octubre 2019, en <http://www.zhongchoujia.com/data/30373.html>.; YINGCANZIXUN, "Annual report on China crowdfunding industry 2016", 2017, fecha de consulta 7 octubre 2019, en <http://osscdn.wdzt.com/pdf/20170211.pdf>. p. 3-4. Teniendo en cuenta que mencionan en todos los análisis son incompletos, así que sus datos son un poco diferentes entre las instituciones de investigación, pero el número y la tendencia de la figura son los mismos en todos los informes.

Acerca de la concreta regulación del crowdfunding, no existen leyes o reglamentos que tengan efectos nacionales. Únicamente existe un borrador de regulaciones en materia de crowdfunding de inversión por la Comisión Reguladora de Valores de China (*China Securities Regulatory Commission*, “CSRC”) en 2014, que hasta ahora no ha entrado en vigor, y algunos avisos (*notices*). Todo esto no indica que el mercado de financiación alternativa sea irregular, ya que la regulación de cada una de las modalidades ha sido adaptada en las normativas antiguas, por lo que se considera apropiado analizar la regulación legal por diferentes tipos de financiación.

En cuanto a la regla del crowdfunding de inversión, existen «Aviso de la Comisión Reguladora de Valores de China, el Departamento de Publicidad del Comité Central del CPC, la Oficina General del Grupo Directivo del Comité Central del CPC para el Mantenimiento de la Estabilidad, y otros departamentos sobre la emisión del plan de implementación para la rectificación especial de los riesgos en el crowdfunding de inversión»<sup>495</sup> (en adelante, “Plan de Implementación”), «Aviso de la Dirección General del Consejo de Estado sobre la emisión del plan de implementación para la rectificación especial de riesgos en las finanzas en Internet»<sup>496</sup> y otros planes que tienen efectos inferiores, pero hasta ahora, no se ha promulgado ninguna normativa a nivel de leyes o reglamentos, ni la CSRC ha adoptado normas relativas a las entidades de financiación participativa. El crowdfunding de inversión en China aclara unas características distintas en comparación con la modalidad en otros países. Por una parte, la financiación colectiva no es totalmente abierta, ya que hay que cumplir con la limitación establecida en el artículo 10

---

<sup>495</sup> China. Notice of the China Securities Regulatory Commission, the Publicity Department of the CPC Central Committee, the General Office of the Leading Group of the CPC Central Committee for Maintaining Stability, and Other Departments on issuing the Plan de Implementación for the special rectification of risks in equity crowdfunding. *Zhengjianfa [2016] No. 29*, April 14<sup>th</sup>, 2016.

<sup>496</sup> China. Notice of the General Office of the State Council on issuing the implementation plan for special rectification on risks in Internet finance. *Guofaban [2016] No. 21*, April 12<sup>th</sup>, 2016.

de la Ley de mercado de valores de la República Popular de China<sup>497</sup> y en los artículos 24 y 27 de la Ley de sociedades de la República Popular de China<sup>498</sup>. Concretamente, la emisión de acciones o participaciones no podrá dirigirse a los inversores indeterminados y tras la recaudación, la cantidad de socios deberá ser inferior a 200 personas o a 50 personas, según el tipo de sociedad. Por otra parte, la plataforma de financiación tiene prohibido participar en el negocio en la financiación, así que no tiene poder para gestionar el capital recaudado.

El crowdfunding de préstamos ha causado más problemas recientemente, así que existen muchas restricciones a esta forma de financiación, especialmente en cuanto al *P2P lending*, tales como «Medidas provisionales para la gestión de las actividades comerciales de las instituciones intermediarias de información crediticia en línea» (en adelante, “Medidas provisionales”)<sup>499</sup> y «Aviso de 15 Ministerios y Comisiones, incluida la Comisión Reguladora Bancaria de China, sobre la emisión del plan de Implementación para la rectificación especial de riesgos relativos a los préstamos entre pares en línea»<sup>500</sup>, así como «Aviso de la Oficina del Grupo Directivo de la Campaña Especial contra los Riesgos Financieros por Internet y de la Oficina del Grupo Directivo de la Campaña Especial contra los Riesgos de los Préstamos entre Pares en materia de la regulación y rectificación del negocio de

---

<sup>497</sup> El art. 10 menciona que la emisión pública de valores deberá ser comunicada a la autoridad de valores para obtener la autorización, y la emisión pública se refiere a una emisión de valores a sujetos no especificados; una emisión de valores a más de 200 personas acumulativamente.

<sup>498</sup> El art. 24 indica que las sociedades de responsabilidad limitada no pueden tener más de 50 socios y las sociedades anónimas antes de la emisión pública deben tener menos de 200 socios.

<sup>499</sup> China. Interim measures for the administration of the business activities of online lending information intermediary institutions. *Order No. 1 [2016] of the China Banking Regulatory Commission, the Ministry of Industry and Information Technology, the Ministry of Public Security and the State Internet Information Office*, August 17<sup>th</sup>, 2016.

<sup>500</sup> China. Notice of 15 Ministries and Commissions including the China Banking Regulatory Commission on issuing the implementation plan for the special rectification of risks concerning online peer-to-peer lending. *Order No. 11 [2016] of the China Banking Regulatory Commission*, April 13<sup>th</sup>, 2016.

"préstamos en efectivo"»<sup>501</sup>. De acuerdo con estas normas, el crowdfunding de préstamos en China ahora se restringe a los préstamos simples, es decir, se prohíben los préstamos de pagarés o préstamos de derivados en forma del crowdfunding.

En lo que respecta al crowdfunding de recompensas y donaciones, no disponemos de regulaciones particularmente diseñadas, es decir, los negocios a través de estas plataformas deben cumplir con las normas básicas. Cabe señalar que con la emisión de la Ley de donación de la República Popular China<sup>502</sup> en 2016, se estipula específicamente que las organizaciones o individuos que no tengan la calificación para recaudar fondos públicos no podrán utilizar Internet como medio de recaudación de donaciones. Desde luego, esta limitación solo se aplica a las organizaciones de donación que tienen por objeto la distribución de fondos al público o a sujetos determinados, en otras palabras, los individuos que solicitan fondos para sus necesidades propias no se hallan dentro del ámbito de aplicación. Por ello, solo una parte pequeña del crowdfunding de donaciones está regulada en la normativa china.

### 1.3. Reino Unido

La evolución y el volumen total del mercado británico son considerables: de 2011 a 2017, un total de 17.200 millones de libras esterlinas ha sido recaudado por la manera del crowdfunding, y el 2017 marcó el séptimo año de crecimiento sustancial del volumen de negocio del 35,2% hasta alcanzar los 6.190 millones de libras esterlinas, a pesar de que el ritmo de desarrollo se ha venido moderando paulatinamente en estos años.<sup>503</sup>

---

<sup>501</sup> China. Notice of the Office of the Leading Group for the Special Campaign against Internet Financial Risks and the Office of the Leading Group for the Special Campaign against Peer-to-peer Lending Risks on the regulation and rectification of the "cash loan" business. *Letter No. 141 [2017] of the Office of the Leading Group for the Special Campaign*, December 1<sup>st</sup>, 2017.

<sup>502</sup> China. Order of the President of the People's Republic of China No. 43, March 16<sup>th</sup>, 2016.

<sup>503</sup> Véase B. ZHANG Y OTROS, *The 5th UK alternative finance industry report. The Cambridge Centre for Alternative Finance*, 2018. p. 11.

En el Reino Unido, la Autoridad de Conducta Financiera (*Financial Conduct Authority*, en adelante, “FCA”) controla principalmente la regulación en materia del crowdfunding. El primer documento es el Informe de consulta (*Consultation Paper*, en adelante “CP”) 13/13 en materia de las medidas regulatorias sobre el crowdfunding (y actividades similares)<sup>504</sup>, de 24 de octubre de 2013, en el que se publican las normas sobre la plataforma de *P2P lending* y la plataforma de inversión. Fruto de este informe, el 6 de marzo de 2014 se publicó la Declaración política (*Policy Statement*, en adelante “PS”) 14/4 en materia del enfoque regulatorio de la FCA con respecto al crowdfunding por Internet y a la promoción de valores no fácilmente realizables por otros medios<sup>505</sup>, así como las normas contenidas y afectadas entraron en vigor el 1 de abril de 2014. Aunque más tarde existen muchas modificaciones y reformas detalladas de estos documentos,<sup>506</sup> las modalidades reguladas son siempre los mismos.

Cabe mencionar que el “préstamo” (*loan*) en dichos documentos se refiere a que “*la gente presta dinero a individuos o empresas con la esperanza de obtener un rendimiento financiero en forma de pagos de intereses y un reembolso del capital a lo largo del tiempo (esto excluye algunos préstamos entre empresa y empresa)*”<sup>507</sup>, es decir, se excluyen los proyectos de préstamos sin intereses y los préstamos entre dos compañías. En cuanto al

---

<sup>504</sup> FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *The FCA’s regulatory approach to crowdfunding (and similar activities) CP 13/13*, 2013.

<sup>505</sup> FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media PS 14/4*, 2014.

<sup>506</sup> Por ejemplo, el Informe de discusión (*Discussion paper*, en adelante “DP”) 15/6 sobre los posibles cambios en el *P2P lending* de noviembre 2015, el CP 16/4 sobre los requisitos de separación de los fondos de los clientes en el *loan-based crowdfunding* de enero 2016, el CP 16/5 sobre los cambios en los manuales para adaptar el acuerdo P2P al sistema impositivo ISA a partir de febrero de 2016; fruto de estos informes, el correspondiente PS 16/8. El último informe es el PS 19/14 de junio de 2019 sobre algunas revisiones principalmente en materia de la protección de los inversores como, por ejemplo, se especifica el requisito de proporcionar información. Sin embargo, no se menciona la ampliación del ámbito de aplicación de la plataforma de financiación participativa a otros tipos de préstamos, a saber, el *invoice trading*, o al tipo de donación.

<sup>507</sup> El texto original es “*people lend money to individuals or businesses in the hope of a financial return in the form of interest payments and a repayment of capital over time (this excludes some business-to-business loans)*”, véase FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media PS 14/4*, cit., p. 10.

alcance de la inversión, se explica que es un concepto muy amplio, ya que incluye la inversión mediante la compraventa de acciones y participaciones y el comercio de obligaciones, así como otras operaciones que tienen el carácter de inversión.<sup>508</sup> A pesar de que cuando se contemplan las normas de la Ley de Sociedad 2006 (*Company Act 2006*)<sup>509</sup> sección 755, se halla que una sociedad privada está prohibida de realizar una oferta pública sobre sus valores o participaciones de la sociedad, esto no se parece un obstáculo del crowdfunding por lo que solo los inversores registrados en la plataforma está disponible a esta oferta, en cuyo caso, no se considera como una oferta pública. En definitiva, se regula una parte del crowdfunding de préstamos y un amplio alcance del crowdfunding de inversión<sup>510</sup>.

Sobre los otros tipos de crowdfunding, se menciona directamente que las modalidades de recompensas y donaciones no son reguladas por la FCA, a menos que se involucren actividades reguladas como, por ejemplo, el servicio de pago establecido en la última PS 19/14<sup>511</sup>, puesto que en el Reglamento de Servicios de Pago (*The payment services regulations*) de 2017, el servicio de transacción de capital, ya sea a través de entidades de pago o mediante la plataforma, no está incluido en la lista de exención de la regulación del

---

<sup>508</sup> La Declaración indica que las “*units in an unregulated collective investment scheme*” también se considerarán uno de los tipos en la regulación de FCA, véase *Ibid.*, p. 11. Este valor tiene la denominación de “*non-readily realisable security*”, que se refiere a que el valor no es un “(a) a readily realisable security; (b) a packaged product; (c) a non-mainstream pooled investment; (d) a mutual society share; (e) a deferred share issued by a credit union; or (f) credit union subordinated debt”, véase FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, “Handbook”, fecha de consulta 1 noviembre 2019, en <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/glossary/G3363.html>.

<sup>509</sup> Las reglas de la FCA no afectan a la aplicación de las leyes existentes. Véase FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media PS 14/4*, cit., p. 40.

<sup>510</sup> A diferencia de la manera más habitual de inventar una nueva forma de regulación para el crowdfunding de inversión, lo que adopta FCA es reconocer la validez de este modelo de negocio bajo el marco actual de “*investment-based regime*”, y así existe poca posibilidad de realizar modificaciones importantes. Véase O. GAJDA, *Review of Crowdfunding Regulation 2017. Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel*, 2017. p. 653.

<sup>511</sup> Véase FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *Loan-based (‘peer-to-peer’) and investment-based crowdfunding platforms: Feedback to CP18/20 and final rules PS 19/14*, 2019. p. 3.

anexo 3 apéndice 1 parte 2 de dicho Reglamento<sup>512</sup>. Sin embargo, no se proponen más restricciones a la plataforma, por lo que las plataformas de donaciones y la de recompensas se rigen por la ley de sociedades y otras normas apropiadas.

#### 1.4. Francia

Uno de los países europeos con mayor volumen de negocio y que mantiene un ritmo acelerado de crecimiento del crowdfunding es Francia,<sup>513</sup> que también está considerado como uno de los líderes en el territorio europeo y donde se encuentra el mercado más favorable para las plataformas extranjeras<sup>514</sup>.

A partir del 1 de octubre de 2014, las plataformas del crowdfunding pueden inscribirse en el Registro Único de Intermediarios Financieros de Seguros, Banca y Finanzas (en adelante, ORIAS)<sup>515</sup> bajo la supervisión de la Autoridad de Mercados Financieros (en adelante, AMF)<sup>516</sup>. El marco jurídico para las actividades de financiación participativa fue establecido por primera vez en la Ordenanza Núm. 2014-559<sup>517</sup>, y luego se desarrolló mediante el Decreto Núm. 2014-1053<sup>518</sup>. Recientemente, el reglamento fue modificado en 2016 con la

---

<sup>512</sup> FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, "PERG 15 Annex 3 Schedule 1 Part 2 to the PSRs 2017: Activities which do not constitute payment services", 2018, fecha de consulta 12 octubre 2019, en <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG/15/Annex3.html#D22>.

<sup>513</sup> En 2017, Francia generó 661 millones de euros y contribuyó el 20% del mercado de financiación alternativa de Europa; además, ha representado un crecimiento del 49%. Véase T. ZIEGLER Y OTROS, *Shifting paradigms. The 4th european alternative Finance benchmarking report*, 2017. p. 57.

<sup>514</sup> El 21,7% de las plataformas operativas en Francia son empresas extrajeras (10 de 46 plataformas), véase *Ibid.*, p. 25, 12 de octubre de 2019.

<sup>515</sup> Véase el art. L. 547-2. del Ordinance No. 2014-559 y Order of 24 September 2014 on approving the articles of incorporation for ORIAS, the association in charge of the single register of insurance, banking and finance intermediaries.

<sup>516</sup> General regulation of the AMF, Order of 14 December 2016, Official journal of 17 December 2016.

<sup>517</sup> Ordinance No. 2014-559 of 30 May 2014 on crowdfunding.

<sup>518</sup> Decree No. 2014-1053 of 16 September 2014 on crowdfunding.

introducción de la Law No. 2015-990<sup>519</sup> y el Ordenanza Núm. 2016-520, así como el Decreto Núm. 2016-1453, a fin de establecer menos restricciones a la oferta pública y ampliar las exenciones al monopolio del sector bancario.

En virtud de estos reglamentos, los proyectos se dividen en *crowdlending* y *crowdinvesting* (*inversión, obligación*), es decir, la forma de recompensas y donaciones también están excluidas de la regulación de la financiación participativa.

Con respecto a la modalidad de préstamos, la plataforma que pretende llevar a cabo la intermediación de este tipo deberá inscribirse como Intermediario sobre Financiación Participativa (*Intermédiaire en Financement Participatif*, en adelante “IFP”) en ORIAS. Además, estos préstamos pueden tener o no interés<sup>520</sup>, e incluso pueden abarcar las inversiones en descuentos de facturas y pagarés, y las obligaciones en nuestra definición de *crowdinvesting*. En otras palabras, en Francia, el *crowdlending* cuenta con un extenso desarrollo, ya que se regulan todos los tipos del crowdfunding de préstamos.

Por otra parte, la plataforma que se registra como Asesor sobre Inversión Participativa (*Conseiller en Investissement Participatif*, en adelante “CIP”) en ORIAS y se suscribe a una asociación aprobada por AMF<sup>521</sup> también puede ejercer las actividades del crowdfunding de inversión y el crowdfunding de emisión de obligaciones y asesorar tanto a los inversores como los promotores. Además, estas plataformas pueden registrarse como Prestador de

---

<sup>519</sup> Law No. 2015-990 of 6 August 2015 on economic growth, activity and equal opportunities. En esta modificación, se añade la posibilidad de comerciar con “*minibons*” (*bon de caisse*) y se facilita el préstamo entre dos compañías cuando éstas no pertenecen al mismo grupo, ni tienen un cierto vínculo entre sí (art. 167) como una excepción al art. L. 511-5 del Código Monetario y Financiero. Véase H. DE VAUPLANE; R. FELDMAN, “Projet de loi Macron: Quelles implications pour le crowdlending?”, *Financement Participatif France*, 2015, fecha de consulta 14 octubre 2019, en <https://financeparticipative.org/projet-de-loi-macron-quelles-implications-pour-le-crowdlending/>.

<sup>520</sup> La diferencia entre el préstamo con interés y sin interés radica en la limitación del importe de los fondos recaudados: si se trata de un proyecto de préstamo con interés, se puede disponer de un capital de hasta 2.000 euros; en cambio, si se cuenta con un proyecto de préstamo sin interés, se pueden captar fondos de hasta 5.000 euros.

<sup>521</sup> El art. 325-50 Reglamento general de AMF.



Servicio de Inversión (*Prestataire de Service d'Investissement*, en adelante, "PSI") en la Autoridad de Supervisión Prudencial y Resolución (en adelante, ACPR). Con el certificado concedido por ACPR, se puede prestar servicios en toda Europa e incluso proporcionar consejos a sus usuarios en el territorio europeo, ya que la aprobación de ACPR también contiene el requisito de cumplir con las normas europeas tal como la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (en adelante, MiFID)<sup>522</sup>.

La inversión alcanza no solo a las transacciones de participaciones o acciones, sino también a los "minibonos" (*minibons*) que se refieren a "[i]nterest-bearing notes, or bons de caisse, [...] non-negotiable securities that contain a trader's undertaking to effect payment on a specific maturity date in return for a loan"<sup>523</sup> en el ámbito de discusión del dispositivo de registro electrónico compartido (conocido como *Blockchain*)<sup>524</sup>. A estos efectos, hay que reconocer que la inversión en Francia tiene un alcance muy amplio porque ha previsto la entrada del avance tecnológico en el futuro.

Cabe mencionar una especialidad de la regulación francesa: si las plataformas de recompensas o de donaciones así lo desean, podrán ser registradas como IFP y, por lo tanto, ser supervisadas por las autoridades competentes. En otras palabras, aunque el proceso del registro no es obligatorio para las modalidades de recompensas y de donaciones, también se aplicarán a las normas sobre la modalidad de préstamos.

---

<sup>522</sup> Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, 12 de junio de 2014, núm. 173, p. 349-496.

<sup>523</sup> En el fondo, la forma de minibonos es un modelo de préstamo. Véase AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, "Crowdfunding investment advisers: The AMF extends its regulations to include the intermediation of minibons", 2017, fecha de consulta 14 octubre 2019, en <https://www.amf-france.org/fr/la-page-que-vous-avez-demandee-nexiste-pas>. Según los arts. L.223-6 y ss. del Código Monetario y Financiero, solo pueden emitir minibonos las sociedades que hayan aprobado al menos tres estados financieros anuales y tengan desembolsado íntegramente su capital social.

<sup>524</sup> El art. L. 223-12 del Código Monetario y Financiero.

## 2. REQUISITOS DE LOS SUJETOS

Después de conocer en general las modalidades reguladas en los países con la regulación del crowdfunding más desarrollada, podemos averiguar las regulaciones concretas en estos distintos marcos legales.

### 2.1. Plataforma de financiación participativa

Ante todo, hay que destacar que la plataforma del crowdfunding, en primer lugar, es la parte más esencial del negocio del crowdfunding en todos los países, y en segundo lugar, este término hace referencia a la página web, aplicación, u otros medios electrónicos que facilitan la actividad de financiación en masa, lo cual también es un reconocimiento común. Sin embargo, la posición que pretende desempeñar la plataforma en la actividad de financiación participativa difiere de un país a otro, por lo que tanto los requisitos como los servicios que ofrece este sujeto son diferentes.

En los EE.UU. las plataformas actúan como intermediarios<sup>525</sup>; las plataformas de préstamos en China están reconocidas como intermediarios de información;<sup>526</sup> en el Reino Unido, la plataforma que ejerce la actividad de *P2P lending* tiene el nombre de “sistema electrónico en materia de préstamos” (*electronic system in relation to lending*),<sup>527</sup> y plataforma de inversión puede ser una entidad de inversión; en Francia, como se ha mencionado anteriormente,<sup>528</sup> la plataforma de financiación participativa puede elegir entre CIP/PSI y IFP con el fin de llevar a cabo una actividad de “consulta”.

---

<sup>525</sup> Véase Sec. 302. de JOBS ACT y Sec. 4A(a) de SEC 1993, estos artículos utilizan la palabra “*intermediary*” para referirse a las transacciones realizadas por la plataforma.

<sup>526</sup> Véase art. 2 Medidas provisionales.

<sup>527</sup> Véase art. 36H Financial Services and Markets Act 2000 Regulated activities Order 2001 (RAO) [SI 2001 No. 544].

<sup>528</sup> Véase *supra* p. 264-266 con relación a las modalidades de crowdfunding en Francia.

### 2.1.1. Requisitos del registro de plataforma

En primer lugar, el tipo de sociedad que registra una plataforma es diferente: en China, el registro de la denominación “plataforma de financiación participativa” es única para todos tipos del crowdfunding. Por el contrario, en los EE.UU., estas entidades que ejercen actividades del crowdfunding de inversión tienen dos opciones de registro: agente (*broker/dealer*) o portal de financiación (*funding portal*) ante la Comisión, pero ambos tipos de plataforma deben estar registrados en cualquier organización autorreguladora aplicable y registrada<sup>529</sup>.

El portal de financiación es un carácter especialmente diseñado para el crowdfunding por el JOBS ACT. Con respecto a la diferencia entre estos dos tipos, el papel que juega la plataforma es distinto: el portal es un nuevo modelo de intermediario de información, así que está prohibido proporcionar recomendaciones de inversión a los inversores, solicitar valores mediante su página web o portal, gestionar o disponer de fondos de inversores y, compensar a las personas por la venta de valores en su página web, etc.,<sup>530</sup> es decir, es un intermediario en sentido estricto; por otra parte, el agente, como sujeto existente en el mercado de valores, puede ejercer todas las actividades que un corredor pueden realizar, incluida la emisión de opiniones de inversión a los clientes, ya que el bróker se dedica a cualquier actividad relacionada con las “*transacciones de valores por cuenta de terceros*”<sup>531</sup>.

En Francia, la CIP y PSI son formas destinadas al crowdfunding de inversión, mientras que la IFP está apuntada a la actividad de préstamos. Precisamente, CIP se rige por la regulación de la AMF y la regulación del Código Monetario y Financiero (en adelante, CMF)

---

<sup>529</sup> Según la Sec. 3(a)(26), la organización puede ser “*any national securities exchange, registered securities association, or registered clearing agency, or (solely for purposes of sections 19(b), 19(c), and 23(b) of this title) the Municipal Securities Rulemaking Board*”, pero hasta ahora, la única asociación aprobada por la SEC es FINRA (*Financial Industry Regulatory Authority*).

<sup>530</sup> Securities Exchange Act 1934, Sec. 3(a)(80).

<sup>531</sup> Securities Exchange Act 1934, Sec. 3(a)(4).

dedicándose a la transacción de participaciones o acciones y de unos instrumentos de préstamos, como obligaciones de la sociedad, e incluso minibonos. PSI es una forma existente de entidad que se ocupa de prestar servicios de inversión como compañía de inversión o entidad de crédito<sup>532</sup> estando sujeta a las normas de buena conducta como las demás plataformas, y necesita obtener la doble aprobación de AMF<sup>533</sup> y ACPR para brindar el servicio de asesoría en materia de inversiones. Como hemos indicado anteriormente, las plataformas de préstamos, donaciones o recompensas pueden registrarse como IFP,<sup>534</sup> pero esta registración de donaciones y recompensas es voluntaria.

En segundo lugar, de conformidad con la dispar forma de registración, los requerimientos o la documentación para formalizar el registro deben cambiar en consecuencia.

En cuanto al requisito específico de estar registrado tanto en la SEC como en la organización competente en los EE.UU., para ser un portal de financiación, solo se exige información relativa a la denominación, el nombre de los representantes legales, el número de identificación fiscal, el certificado de antecedentes penales o civiles, etc. y no se hace mención alguna del límite del capital social;<sup>535</sup> al mismo tiempo, lo que el bróker debe cumplimentar es un antiguo formulario BD en el sistema al igual que todos los demás

---

<sup>532</sup> Véase art. L. 531-1 CMF.

<sup>533</sup> La aprobación de la autoridad AMF se centra en “*la prestación de servicio de asesoramiento de inversión y el servicio de gestión de carteras*”, y “*la AMF puede realizar observaciones sobre otros servicios de inversión*”; después de esta aprobación, la ACPR puede emitir autorización si lo considera oportuno. Véase AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, “Proveedores de servicios de inversión que no sean empresas de gestión de cartera”, 2018, fecha de consulta 24 octubre 2019, en <https://www.amf-france.org/Acteurs-et-produits/Prestataires-financiers/Prestataires-de-services-d-investissement>.

<sup>534</sup> Considerando que una vez registrada como IFP, CIP o PSI, se puede utilizar la etiqueta de “plataforma de financiación participativa” como una garantía de seguridad empresarial, muchas plataformas de donaciones o recompensas optan por realizar este registro, por ejemplo, Ulele, una plataforma de financiación participativa de donaciones y recompensas se ha registrado como IFP en ORIAS, véase ULULE, “Condiciones generales de uso del sitio web”, 2018, fecha de consulta 28 octubre 2019, en <https://es.ulule.com/about/terms/>.

<sup>535</sup> Véase el formulario modelo del sistema EDGAR (*Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval*), SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Form funding portal”, fecha de consulta 20 octubre 2019, en <https://www.sec.gov/files/formcfportal.pdf>.

brókeres<sup>536</sup>. Además, una compañía no residente<sup>537</sup> también tiene la oportunidad de ejercer la actividad de intermediación en el mercado del crowdfunding como portal en los EE.UU. siempre y cuando presente un Formulario C (*Schedule C*) que le exija proporcionar información sobre la existencia de un agente para la prestación de servicios en el territorio estadounidense, así como un certificado y una opinión de un abogado (*counsel*) que justifique la posibilidad de un acceso rápido a los libros y registros del portal, y que se someta a la inspección del portal por parte de la Comisión y la asociación adherida cuando se considere oportuna.<sup>538</sup>

Para poder ejecutar el negocio de intermediación de financiación alternativa de préstamo en China, debe presentarse o registrarse ante los órganos competentes. En primer lugar, es necesario obtener la licencia de negocios (*business license*), tal como otras compañías, con el fin de obtener un permiso para ejercer las actividades comerciales. Después de la obtención de esta licencia, las plataformas pueden presentarse<sup>539</sup> ante la autoridad local de supervisión financiera<sup>540</sup> en un plazo de 10 días laborales y solicitar permiso para ser proveedor del contenido de Internet (*internet content provider*).<sup>541</sup> Con el objeto de tener un buen gobierno de la plataforma, también se requiere una introducción de la supervisión

---

<sup>536</sup> Véase SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, "Registration of funding portals. A small entity compliance guide", fecha de consulta 20 octubre 2019, en <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/tmcompliance/fpregistrationguide.htm>.

<sup>537</sup> Un portal no residente se refiere a un portal establecido bajo las leyes de una jurisdicción fuera de los EE.UU. o que tiene su lugar principal de negocios fuera de los EE.UU., véase la SEC. 400(f) de la Regulation Crowdfunding.

<sup>538</sup> Véase SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, "Registration of funding portals. A small entity compliance guide", cit.

<sup>539</sup> Utilizamos la palabra "presentar" aquí para hacer una clara distinción entre el registro en China y otras registraciones en otros países, ya que el registro ante la autoridad competente de supervisión en China no constituye una aprobación o acreditación de la legalidad, credibilidad, o capacidad de operación de la sociedad registrada, véase art. 5 Medidas provisionales.

<sup>540</sup> No existe ninguna norma nacional que detalle los requisitos de la presentación, así que solo algunas provincias han promulgado reglas de implementación, por ejemplo, en Xiamen, se requieren las condiciones básicas de la sociedad, el compromiso de la legalidad (en la cual se permite el depósito de todos los datos de negocio), un dictamen jurídico de un despacho sobre su negocio, etc.

<sup>541</sup> Véase art. 5 Medidas provisionales.

independiente del despacho de abogados, la auditoría y la seguridad informática.<sup>542</sup> Acerca de la plataforma de inversión, en general, el registro es administrado por la CSRC, pero la regla más detallada no ha entrado en vigor y se encuentra aún en la fase de borrador. Por último, sobre la plataforma de donación, como se dividen las actividades de donación entre la donación entre individuos y la donación a la organización, solo se requiere el registro de la donación a la organización en el Ministerio de Asuntos Civiles (*Ministry of Civil Affairs*). De conformidad con la «Administración básica sobre la plataforma online de financiación para organizaciones benéficas», (en adelante, “BA”)<sup>543</sup>, no todas las plataformas que cumplen con los requerimientos de registro pueden ser aprobadas, ya que el Ministerio necesita seleccionar a los mejores entre todos los solicitantes.<sup>544</sup> Aunque no existe un capital social mínimo para el registro, se incluye un reglamento muy técnico en materia del sistema informático de la plataforma en la «Especificaciones técnicas básicas de la plataforma online de financiación para organizaciones benéficas»<sup>545</sup> (en adelante, “BTS”), en la cual se especifican las exigencias del estándar de página web,<sup>546</sup> los datos y el plazo que deben almacenarse la plataforma, las funciones básicas de la plataforma, las actividades que pueden ejercer los promotores y los inversores, entre otros requerimientos sobre el tratamiento de datos.

---

<sup>542</sup> Véase art. 31 Medidas provisionales.

<sup>543</sup> «*Basic administration of online fundraising platform for charitable organizations*», Estándar industrial del Ministerio de Asuntos Civiles (MZ/T 088-2017), 20 de julio de 2017.

<sup>544</sup> Véase art. 4.1 y 4.2 BA. En China, dejan mucho margen al Ministerio para gestionar la aprobación de la plataforma de financiación de donación. A estos efectos, por un lado, el ministerio tiene un poder discrecional sobre la selección de plataformas; por otro lado, tiene que cargar con una gran responsabilidad en su selección, por ello, lo que provoca una prudencia intensa en la aprobación del registro de las plataformas de donaciones.

<sup>545</sup> «*Basic technical specifications of online fundraising platform for charitable organizations*», Estándar industrial del Ministerio de Asuntos Civiles, MZ/T 087-2017, 20 de julio de 2017.

<sup>546</sup> Por ejemplo, según el art. 4.5 BTS, “*la plataforma debe ser adecuada para el acceso multi-terminal, a saber, operación y visualización mediante ordenadores, teléfonos móviles, y el estilo no está desordenado*”.

Desde el 1 de abril de 2017, el capital social mínimo para sustanciar una plataforma de *P2P lending* en el Reino Unido consta de dos partes entre las que la plataforma puede elegir la más apropiada, una es tener un capital social estable de más de 50,000 GBP, y la otra cuenta con un capital social dinámico en función del volumen del préstamo<sup>547</sup>. Para registrarse en la FCA como una plataforma de préstamos, además de los documentos normales como las demás plataformas, deben justificar que tiene procedimiento de *compliance*,<sup>548</sup> un sistema de la gestión de riesgo,<sup>549</sup> el plazo de retención de los fondos de sus clientes y el número presumible de proyectos con los que van a tratar cada año. Además, el plan adoptado<sup>550</sup> en caso de que la plataforma se declare insolvencia también constituye uno de los puntos imprescindibles a la hora de registrarse y este plan debe mantenerse actualizado.

Después del registro, las plataformas de P2P préstamos siguen siendo supervisadas por la FCA, así que hay que presentar informes regularmente<sup>551</sup> a la autoridad,<sup>552</sup> los cuales

---

<sup>547</sup> (0.2% de la primera 50,000 GBP del préstamo) + (0.15% de la siguiente 200,000 GBP del préstamo) + (0.1% de la siguiente 250,000 GBP del préstamo) + (0.05% de los demás del 500,000 GBP). Véase PS 14/04, p. 20.

<sup>548</sup> Dependiendo del tamaño y la complejidad del negocio, el control de *compliance* puede ser independiente o no. Véase FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *Loan-based ('peer-to-peer') and investment-based crowdfunding platforms: Feedback to CP18/20 and final rules PS 19/14*, cit., p. 13, y *Senior Management Arrangements, Systems and Controls sourcebook* (SYSC) 6.1.5 R.

<sup>549</sup> La última documentación de la FCA subraya la importancia de habilitar un sistema de administración de riesgos que consiste en la determinación del precio de un contrato de préstamo (especialmente cuando la plataforma presta el servicio de fijación del precio por cuenta de los inversores) y más riesgos complejos para los servicios que proporcionan las plataformas, tales como la reventa de los préstamos impagos (véase *Conduct of Business Obligations* (en adelante, "COBS") art. 18.12.16). Véase *Ibid.*, p. 9-12.

<sup>550</sup> La FCA indica que las plataformas deben proporcionar un manual de resolución P2P (*P2P resolution manual*), y lo pone a disposición de los administradores, liquidadores u otras personas respectivas, y de la FCA con la petición de presentar. Véase SYSC 4.1.8.

<sup>551</sup> Se utiliza la palabra "*regular*" para describir la obligación de informar, por lo que la frecuencia con la que se cargan los documentos varía, por ejemplo, los formularios deben presentarse trimestralmente; sobre la posición del inversor, tiene que presentar un informe CMAR (*Client Money and Assets*) cada mes. Véase FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media PS 14/4*, cit., p. 22 y p. 33-34.

<sup>552</sup> Véase *Ibid.*, p. 33-34.

consisten en el resumen de la condición financiera<sup>553</sup> y datos prudenciales<sup>554</sup>, las condiciones de reclamación, la posición de los fondos de clientes y la información sobre la liquidación de los proyectos de préstamo<sup>555</sup>, así como la notificación por correo electrónico sobre la modificación del saldo pendiente del préstamo en más de un 25%,

En principio, aunque FCA no ha publicado ninguna disposición especial para este tipo de plataformas, no se aplica analógicamente la regulación del fenómeno de *P2P lending* a la plataforma de inversión, ya que el riesgo de la inversión, la necesidad de protección de inversores, así como la asimetría de información son diferentes entre estas dos modalidades en la opinión de FCA.<sup>556</sup> Dado que la plataforma del crowdfunding de inversión está realizando actividades ya reguladas, en función de los servicios que sustancie, se registrará como el resto de instituciones financieras en la FCA cumpliendo los requisitos correspondientes en el Reino Unido. No obstante, para que la sociedad que lleva a cabo la intermediación del crowdfunding no sea considerada como un pequeño “Gestor de Fondos de Inversión Alternativos” (GFIA), el capital que gestiona por la sociedad no

---

<sup>553</sup> Existen formularios para rellenar los beneficios y gastos y el balance sobre la plataforma: FSA029 y FSA030.

<sup>554</sup> En el formulario FIN069, se requiere principalmente información de los recursos financieros de la plataforma, como las reservas, el capital social, etc. véase FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media PS 14/4*, cit., Anexo 1.

<sup>555</sup> Según el formulario FIN070, los datos están relacionados con todos los proyectos publicados en la plataforma, o sea, un análisis del funcionamiento de la plataforma.

<sup>556</sup> Véase FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media PS 14/4*, cit., p. 39.



podrá exceder de lo regulado en el art. 3, apartado 2 de la Directiva 2011/61.<sup>557</sup>

A fin de ejercer el servicio de intermediación como CIP en Francia, además del registro de ORIAS como entidad francesa e incluir la mención “*conseiller en investissements participatifs*” en su denominación social, la plataforma debe tener competencia profesional<sup>558</sup> y la honorabilidad de ejercer la actividad, ser miembro de una asociación acreditada<sup>559</sup> y disponer de pólizas de seguro<sup>560</sup> en medio de obtener un certificado de competencia profesional de la AMF<sup>561</sup> o un certificado de afiliación a una asociación

---

<sup>557</sup> Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio de 2011 relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n°1060/2009 y (UE) n°1095/2010. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, 1 de julio de 2011, núm. 174, p. 1–73. El artículo 3, apartado 2 indica que los GFIA no puede “*directa o indirectamente, a través de una empresa con la que el GFIA esté relacionado por motivos de gestión o control común, o por una participación directa o indirecta sustancial, gestionen carteras de FIA cuyos activos gestionados, incluidos los activos adquiridos mediante recurso al apalancamiento, no rebasen en total un umbral de 100 millones EUR, o [...] cuyos activos gestionados no rebasen en total un umbral de 500 millones EUR, cuando las carteras de los FIA consistan en FIA que no estén apalancados y no tengan derechos de reembolso que puedan ejercerse durante un período de cinco años después de la fecha de inversión inicial en cada FIA*”.

<sup>558</sup> Las personas físicas que tienen el poder de gestionar o administrar CIPs deben demostrar un cierto nivel de competencia profesional, a saber, un estudio de más de tres años adaptado a la actividad de CIP, una formación profesional relativa, una experiencia profesional de más de dos años en el ámbito de las actividades de CIP o de las actividades de asesoramiento financiero a empresas, etc. Véase art. 325-33 Reglamento general de AMF.

<sup>559</sup> Una función importante de esta asociación es que la CIF deposite el informe anual antes del 30 de abril de cada año. Sin embargo, al no haber sido aprobada hasta ahora ninguna asociación competente por la AMF, ésta se encarga de revisar los documentos antes de su inscripción en la ORIAS, y este proceso es el mismo que en España: primero es obtener la aprobación de CNMV para haberse inscrito en el Registro Mercantil.

<sup>560</sup> Desde el 1 de julio de 2016, se exige que las plataformas del crowdfunding, los intermediarios y sus abogados están obligados a contratar un seguro de responsabilidad profesional, principalmente para cubrir los riesgos monetarios: apropiación indebida de fondos, quiebra de la plataforma, información insuficiente sobre el proyecto o falta de información, etc. con un mínimo de 400,000 euros para el caso de daño (*sinistre*) y 800,000 euros cubiertos por el seguro anual (*année d'assurance*), y el importe anual debe cubrir al menos dos casos de daño en el mismo año, véase art. L. 547-5-I CMF.

<sup>561</sup> Se considera que la función principal de la AMF consiste en revisar la competencia profesional de las personas físicas que tienen el poder de gestionar o administrar la plataforma CIP, así como la capacidad de estar en conformidad con el código de conducta y las reglas de organización. Véase ORIAS, “*Conseillers en investissements participatifs (CIP)*”, fecha de consulta 20 octubre 2019, en [https://www.orias.fr/documents/10227/29315/201803-CONSEILLER\\_EN\\_INVESTISSEMENT\\_PARTICIPATIF.pdf](https://www.orias.fr/documents/10227/29315/201803-CONSEILLER_EN_INVESTISSEMENT_PARTICIPATIF.pdf). p. 3; AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Description of the AMF review process of registration applications by Crowdfunding investment advisers and the transmission of annual disclosures by said advisers*, 2019. p. 4.

profesional autorizada, y que la ORIAS haya logrado verificar otras condiciones como la honorabilidad y el cumplimiento del requisito del seguro. Tras el doble control de AMF y ORIAS, ORIAS puede registrar esta sociedad como una CIP. De acuerdo con todos los documentos elementales, cabe señalar que no existe requisito de capital para el CIP, sino que se requiere una cobertura de seguro completa; además, los empleados de administración tienen que mantenerse cumpliendo cierto nivel de habilidades<sup>562</sup>.

Considerando que PSI es una figura pertenece al ámbito de las entidades de inversión, los procedimientos y la documentación para que una plataforma se registre como PSI son los mismos que los de otras sociedades de inversión como, por ejemplo, para llevar a cabo únicamente la intermediación, un capital social mínimo de 50,000 euros es lo mínimo; o de 125,000 euros si la plataforma trata de los fondos de los clientes o se ocupa de la retención de valores además de la actividad básica, así como aporta los documentos correspondientes a los servicios que desee ejercer.

Al igual que los requisitos de CIP y PSI, las plataformas de IFP deben registrarse en ORIAS<sup>563</sup> con pólizas de seguro de acuerdo con los negocios que pretenden llevar a

---

<sup>562</sup> El requisito de cualificación de la habilidad de los empleados es muy estricto en Francia, al inscribir la entidad, los administradores deben presentar tanto su currículum vitae como otros documentos pertinentes para justificar la experiencia. Véase AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Description of the AMF review process of registration applications by Crowdfunding investment advisers and the transmission of annual disclosures by said advisers*, cit. Se supone que los empleados que involucren en la actividad del crowdfunding deberían tomar cursos conforme a su nivel de experiencia en la asociación adherida, véase el art. 325-49 Reglamento general de AMF.

<sup>563</sup> En principio, las plataformas del crowdfunding deben estar registradas como entidades francesas para llevar a cabo la actividad de intermediación financiera del crowdfunding, a excepción de tres tipos especializados: 1) las plataformas de donaciones o recompensas; 2) las plataformas que ofrezcan préstamos normales con o sin interés que se ajustan a las normativas de ofertas públicas y las normas de monopolio del sector bancario; 3) las plataformas que contengan otros proyectos de préstamos, como obligaciones de la sociedad, y proyectos de inversión, pueden obtener la licencia de MiFID y tener una filial en el territorio francés que cumpla las regulaciones de ofertas públicas. Véase EUROPEAN COMMISSION, *Identifying market and regulatory obstacles to crossborder development of crowdfunding in the EU*, 2017. p. 36.

cabo<sup>564</sup> y, cumplir con el código de conducta derivado de CMF<sup>565</sup>, pero se rige por ACPR en lugar de AMF. Además, no es necesario reflejar el tipo de intermediación en su denominación social, es decir, no hace falta mencionar el IFP en la denominación.

### 2.1.2. Servicios prestados por la plataforma

En función del papel que desempeñe la plataforma y del tipo de registro que le permita ejercer la misma, existen unas diferencias en materia de los servicios que presta este sujeto en los países indicados.

En cuanto al servicio obligatorio de las plataformas estadounidenses, el portal tiene tres obligaciones importantes: primero, la obligación de revisar. La plataforma debe calificar a los promotores y revelar información relevante a los inversores cuando estas calificaciones son sustanciales, ya que el JOBS ACT le otorga el poder de rechazar la participación de los promotores con calificación inadecuada. De ahí que el portal debe tomar medidas para mitigar el riesgo de fraude empezando por el control de acceso de los promotores. Segundo, la obligación de educación. Antes de la contratación de inversión, los inversores están sujetos a recibir los materiales educativos sobre inversión en financiación participativa y apercebimientos de riesgo por parte de la plataforma. Es la plataforma quien debe proporcionar el servicio de divulgación de estas informaciones necesarias y garantizar que los inversores mantengan cierta caución en la inversión. Tercero, la plataforma está obligada a establecer un espacio de comunicación que permita la comunicación de las partes de la inversión, pero no se especifica si la comunicación es directamente entre los clientes, o con el apoyo de la plataforma, así que se desprende que una vez que los clientes puedan contactar con la otra parte, independientemente de que se trate de una

---

<sup>564</sup> Al menos 250,000 euros para el caso de daño o 500,000 euros cubrirían al menos dos casos de daño para la mayoría de los negocios; por otro lado, según el Decree No. 2017-245 de 27 de febrero de 2017, si la plataforma de IFP solo ejerce la actividad de donación, la póliza debe ser al menos de 100,000 para el caso de daños y 200,000 euros cubiertos por el seguro.

<sup>565</sup> Véase art. L. 548-1 y ss., art. R. 548-4 y ss. de CMF.

comunicación privada o con la intervención de la plataforma como intermediario de información, la plataforma ha brindado este servicio.

En China, lo que pueden hacer las plataformas es una intermediación en sentido amplio, aunque se subraya la importancia de la posición neutral de la plataforma. Estas plataformas pueden realizar todos los servicios relacionados con la promoción de la contratación entre los prestamistas y prestatarios, ya que además de los servicios obligados mencionados, la plataforma es competente para proporcionar asesoramiento a los clientes, llevar a cabo la transferencia de fondos. En este sentido, el principio de imparcialidad radica en gran medida en el hecho de que los intermediarios no pueden participar en el negocio entre sus clientes, es decir, no pueden financiar su proyecto, gestionar el fondo de los clientes, garantizar el rendimiento, dividir el proyecto en períodos separados,<sup>566</sup> ni siquiera pueden combinar el negocio de préstamos con el negocio de inversión, y por lo tanto la plataforma está prohibida de llevar a cabo dos tipos de proyectos simultáneamente. De ahí que una especialidad de la transmisión de fondos entre el promotor y los inversores en China es que todo el principal que aporta el inversor debe transferirse íntegramente al prestatario, es decir, la comisión de la plataforma es un pago separado con un término independiente. A través de esta organización, la plataforma no puede tener más ingresos de los que expresa la comisión y su flujo de capital será más claro.

Las plataformas de P2P de préstamos del Reino Unido pueden optar por muchos modelos de negocio diferentes, de modo que tienen libertad para prestar unos servicios en función de su modelo de precios, por ejemplo, puede determinar el precio de préstamo si su modelo es una plataforma de subasta<sup>567</sup>, o prestar una cartera de inversión a sus inversores<sup>568</sup>, o

---

<sup>566</sup> Existe el problema de la división de los proyectos debido a que el plazo de captación del proyecto no puede exceder los 20 días laborales.

<sup>567</sup> Véase REBUILDINGSOCIETY, "Terms of use", 2019, fecha de consulta 31 octubre 2019, en <https://www.rebuildingsociety.com/terms/>. punto 9-12.

<sup>568</sup> Véase OCTOPUS CO-LEND, "Terms and conditions", fecha de consulta 31 octubre 2019, en <https://octopuschoice.com/terms>.

revender contratos de préstamo al mercado secundario<sup>569</sup>. En este sentido, la plataforma registrada puede llevar a cabo múltiples servicios de inversión, actuando como entidades de inversión en el ámbito de los préstamos, incluyendo la posibilidad de realizar una auto-inversión, el control sobre la cuenta y el fondo de los clientes en nombre de los inversores<sup>570</sup>. Debe destacarse que, en el Reino Unido, las plataformas de *P2P lending* están obligadas, antes de que se realice de la inversión, a la cumplimentación de por parte del inversor un cuestionario (*appropriateness assessment*) con la finalidad de justificar un conocimiento necesario y claro del contrato de P2P y de los proyectos, sin que resulte suficiente a esta finalidad, ni la incorporación de una instrucción publicada, ni una respuesta binaria (sí o no) sobre el riesgo de inversión o la rentabilidad variable, sino que se requiere la formulación de unas cuestiones con respuesta múltiple que abarcan casi todas las informaciones que los inversores deben conocer antes de la inversión de su depósito, como por ejemplo, el conocimiento de la relación tanto con el prestador como con la plataforma, de la carencia de protección del FSCS (*Financial Services Compensation Scheme*), las características de los proyectos y de las medidas tomadas por la plataforma para mitigar el riesgo de inversión, así como los servicios prestados por la plataforma;<sup>571</sup> es decir, lo que se pretende es la comprobación del resultado de la obligación de “educación”. Además, la plataforma debe proporcionar el servicio de resolución de conflictos para que los inversores reduzcan el coste de la resolución y tengan acceso al servicio del defensor financiero (*financial ombudsman service*)<sup>572</sup>. Sintetizando, la plataforma del Reino Unido no es meramente

---

<sup>569</sup> Véase KULFLINK, “Terms and conditions”, 2019, fecha de consulta 31 octubre 2019, en [https://www.kuflink.com/legal/investor-terms-conditions/?\\_ga=2.10919164.911475752.1572528110-486527709.1572528110](https://www.kuflink.com/legal/investor-terms-conditions/?_ga=2.10919164.911475752.1572528110-486527709.1572528110).

<sup>570</sup> En el caso de la gestión de la cuenta de sus clientes, se debe hacer una clara segregación entre la cuenta propia y la de los clientes, y está sujeta a las reglas del *Client Assets sourcebook* (CASS).

<sup>571</sup> Véase COBS 10.2.9. En el PS 19/14, se añade este apartado al COBS con el fin de facilitar una valoración apropiada del conocimiento de los inversores en función del funcionamiento concreto de cada plataforma. Véase PS 19/14, p. 19. Hallamos que casi todas las informaciones contenidas en el cuestionario son las que deben publicar las plataformas, es decir, el Reino Unido, además de exigir la publicación de las informaciones relevantes, también exige a la plataforma que se “asegure” de que los inversores han entendido estas informaciones, lo que constituye una protección efectiva.

<sup>572</sup> Véase FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media PS 14/4*, cit., p. 32.

intermediario de información.

En comparación con la regulación de los préstamos, en el Reino Unido, las plataformas del crowdfunding de inversión tienen más libertad para proporcionar servicios financieros debido a que ya están reguladas como las demás entidades de inversión u otras formas asimiladas de entidades. Así, la plataforma puede ofrecer asesoramiento a sus inversores, gestionar la cuenta de sus clientes, e incluso actuar como “designada” por el promotor, y realizar operaciones de inversión,<sup>573</sup> entre otros servicios regulados<sup>574</sup>.

Tal como indica el tipo de sociedad, un servicio de asesoramiento de inversión a los inversores, como ofrecer recomendaciones o consejos, y un servicio de asesoramiento a las empresas en materia de la presentación de documentos financieros, la estrategia empresarial, la estructura societaria, así como las fusiones y adquisiciones<sup>575</sup> son servicios obligatorios que deben ofrecerse a los inversores a través de las plataformas de CIP en Francia. No obstante, existen algunas restricciones a la provisión de estos servicios, por ejemplo, no pueden recibir los valores financieros de sus clientes a menos que reciban su remuneración mediante esta forma<sup>576</sup>.

Considerando que la forma de PSI está diseñada para las empresas de inversión, cuando se pretenden aplicarla en el contexto del crowdfunding, las plataformas de PSI pueden realizar numerosas actividades relativas a la inversión una vez que hayan obtenido la autorización correspondiente, a saber, la recepción y transmisión de órdenes en nombre de terceros, el asesoramiento de inversión, la ejecución de órdenes en nombre de terceros,

---

<sup>573</sup> Véase el art. 25(2) de SI 2001/544.

<sup>574</sup> Véase FSMA 2000, sección 19.

<sup>575</sup> Véase art. L. 321-2, apartado 3 CMF.

<sup>576</sup> Véase art. L. 547-6 CMF.

entre otros servicios aprobados<sup>577</sup>.

En particular, las plataformas que optan por las formas de CIP y PSI tienen la facultad de proporcionar un formulario de suscripción (similar al folleto de oferta pública) para llevar a cabo el servicio de gestión y seguimiento de la solicitud de suscripción<sup>578</sup>. En este sentido, la plataforma actúa no solo como un intermediario de información, sino también como una autoridad de supervisión, por lo que es necesario registrar el importe, el número e incluso el precio de los valores suscritos, con el fin de tener una recepción centralizada de las solicitudes de suscripción<sup>579</sup>, así como registrar en los libros del promotor el número de valores y comunicar al emisor toda la información tras la centralización de las solicitudes de suscripción<sup>580</sup>. Además, las plataformas de PSI y CIP tienen la competencia de aprovechar su base de datos de los inversores para realizar publicidad de un proyecto determinado, mientras que la IFP tiene prohibido hacerlo.<sup>581</sup>

Acerca de la forma de IFP, el servicio obligatorio y especial cuenta con la contratación entre los clientes, ya que debe ponerse a disposición del público en su sitio web un contrato de préstamos estándar con condiciones generales que contengan la totalidad de las informaciones necesarias para ambas partes<sup>582</sup>.

---

<sup>577</sup> Véase art. D. 321-1 CMF y REGAFI; ACPR, "Authorization types", fecha de consulta 25 octubre 2019, en <https://www.regafi.fr/spip.php?article9>.

<sup>578</sup> Una vez que el promotor haya establecido el formulario y lo haya comunicado a la plataforma, las informaciones contenidas en este formulario serán vinculantes para los inversores. Véase art. 325-50-3 Reglamento general de AMF.

<sup>579</sup> Véase art. 325-50-2 Reglamento general de AMF.

<sup>580</sup> Véase art. 325-50-4 Reglamento general de AMF.

<sup>581</sup> Véase art. 341-3 CMF.

<sup>582</sup> Véase art. R. 548-6 CMF. En este artículo, se especifican con gran detalle las cláusulas del contrato de préstamos, a saber, las características y el coste de la operación, el importe total de los intereses, el plazo de amortización, la existencia o no de un derecho de desistimiento, la manera de reclamación, el procedimiento de mediación, etc.

Al mismo tiempo, en Francia la plataforma de financiación participativa puede captar fondos por cuenta de terceros, es decir, puede prestar el servicio de pago siempre y cuando esté autorizada por ACPR con la licencia de “establecimiento de pago” (*Etablissement de Paiement*)<sup>583</sup> o registrada como “agente de prestador de servicio de pago” (*Prestataire de Services de Paiement*)<sup>584</sup>, este servicio es similar a lo que presta la PFP híbrida en España.

## 2.2. Promotor<sup>585</sup>

El otro sujeto involucrado en el negocio de microfinanciación es el promotor que procura atraer fondos para la ejecución de su proyecto. La mayoría de los promotores son empresas de pequeño o mediano tamaño porque muchos de ellos pretenden evitar el procedimiento arduo de publicación de folletos, pero este proceso simplificado presenta una carencia de garantía y una cierta incertidumbre sobre el retorno de inversión en el mercado financiero. Por ello, todos los países mantienen una actitud prudencial sobre la aprobación de proyectos y el umbral de entrada de los promotores. Desde luego, la identificación del promotor, las condiciones financieras, así como los detalles del proyecto, son factores típicos y comunes que debe tenerse en cuenta a la hora de juzgar el acceso al mercado de financiación participativa, pero la regulación sobre los promotores es, como seguidamente veremos, más que esto.

### 2.2.1. Limitación del promotor y del proyecto

Ante todo, la oportunidad de emitir proyectos en forma de microfinanciación no está absolutamente abierta a todos los promotores. La restricción de la identificación de los

---

<sup>583</sup> Véase art. L. 522-1 CMF.

<sup>584</sup> Véase art. D. 522-1-1 CMF.

<sup>585</sup> Diferentes países aprovechan distintas palabras para referirse a los sujetos que necesitan los fondos para el desarrollo de sus proyectos, como, por ejemplo, en Portugal se denomina “beneficiario”. Para coincidir con el estudio de España y facilitar el entendimiento, utilizamos la expresión “promotor” en todos los países.



promotores en la plataforma de donación es más intensa en China por lo que solo las organizaciones de donación autorizadas pueden ser promotores y llevar a cabo la captación de fondos en la PFP. En Francia, tanto las personas físicas como las entidades jurídicas profesionales pueden solicitar la convocatoria de recaudación mediante la forma de préstamos o donaciones en la IFP; sin embargo, este permiso de entrada tiene que ver con la profesionalidad de estas personas físicas, es decir, si los promotores son no-profesionales, solo los individuos pueden prestar dinero en el marco de préstamos sin interés, y únicamente pueden recibir donaciones de personas jurídicas o físicas siempre y cuando estos prestamistas/donantes no actúen como profesionales o comerciales.<sup>586</sup>

Tras la entrada de la persona física o jurídica en la plataforma, el promotor podrá iniciar la presentación y la solicitud de publicación de los proyectos. No obstante, la regulación jurídica implica el establecimiento de algunos límites que deben respetar los proyectos.

La limitación más habitual consiste en la restricción del fondo recaudado por proyecto o por promotor en un período determinado. Acerca del importe de la emisión de valores en los EE.UU., el mismo promotor, que incluye las entidades controladas por este promotor o bajo un control común con él, así como cualquier predecesor suyo,<sup>587</sup> solo puede vender a “cualquier” inversor de hasta 1.07 millones dólares<sup>588</sup> en un período de 12 meses antes de la publicación de los proyectos, si tiene la intención de acogerse a la exención de la Sec. 4(a)(6) de la SA 1933<sup>589</sup> y Sec. 100(a)(1) de la Regulación del crowdfunding.

---

<sup>586</sup> Véase art. L. 547-1 y art. L. 548-1 CMF.

<sup>587</sup> Véase Regla Final, p. 8.

<sup>588</sup> Antes era de un millón de dólares en la Regulación de Crowdfunding, pero el 31 de marzo de 2017, la SEC modificó este límite por inflación, y se prevé que esta cantidad cambie cada cinco años. Véase *Inflation Adjustments and Other Technical Amendments under Titles I and III of the JOBS Act (Technical Amendments; Interpretation)*, Rel. No. 33-10332 (Mar. 31, 2017) [82 FR 17545 (Apr. 12, 2017)].

<sup>589</sup> De conformidad con la Sec. 4A(g), cualquier emisor de valores solo puede utilizar una vía de exención, de modo que una vez que las sociedades han obtenido financiación a través de otras maneras de exención, no podrán beneficiarse de la forma del crowdfunding, véase Regla Final, p.8.

En el Reino Unido, por lo que se refiere al proyecto de inversión, en vista de que la publicación de los proyectos en la plataforma se observa como una “promoción financiera” (*financial promotion*) en la FCA, en caso de que no se satisfagan las condiciones de exención, los proyectos deben cumplir los requisitos en relación con la publicación de folletos sobre su oferta. Una de las condiciones de exención consiste en que el fondo recaudado no exceda 100,000 euros, de ahí que quede exento de presentar el folleto de oferta a la Autoridad de Servicios Financieros (FSMA).<sup>590</sup>

Las ofertas realizadas mediante la plataforma de forma CIP y PSI de Francia pueden captar hasta 2,5 millones de euros durante 12 meses; o no pueden exceder a un millón de euros a la hora de la emisión de acciones, participaciones (con o sin derecho de voto<sup>591</sup>) u obligaciones convertibles (excepto sociedad *holding*) en el caso de que estas participaciones han representado más del 50% del capital social del promotor<sup>592</sup>, en otras palabras, la emisión de obligaciones directas/simples no está sujeta a la limitación de un millón de euros. En cambio, la cantidad máxima que un promotor de un proyecto de préstamos puede recaudar a través de IFP se fija en un millón de euros por proyecto y el importe total del mismo proyecto mediante varias plataformas no puede exceder de un millón de euros.<sup>593</sup>

### 2.2.2. Requisitos corporativos del promotor

Además de la limitación de la cantidad de fondos, cuya base es siempre mantener la característica de “micro” en los fondos del crowdfunding, los promotores deben cumplir con

---

<sup>590</sup> Véase FSMA 2000, sección 85 y 86.

<sup>591</sup> Cuando una sociedad emite una participación sin derecho de voto (*titres participatifs*), que es en parte una forma de “obligaciones”, el período de reembolso de estas participaciones no puede superar 10 años. Véase el art. L. 213-32 Decree No. 2016-1453.

<sup>592</sup> Véase art. L. 411-2, I bis y art. D. 411-2 CMF y art. 211-2 Reglamento general AMF.

<sup>593</sup> Véase art. D. 548-1 CMF.

algunas limitaciones desde la perspectiva del derecho societario en los proyectos de inversión, debido a que los inversores obtendrán la posición de socio en la sociedad promotora.

Por ejemplo, el proyecto de inversión en China, en cualquier situación, no puede tener más de 200 inversores sin la aprobación del CSRC. En Francia, aunque la sociedad anónima simplificada (*société par actions simplifiée*) tenga prohibido realizar una oferta pública de valores financieros,<sup>594</sup> la emisión de valores a través de una plataforma de financiación participativa está incluida en la lista de excepciones a esta prohibición.<sup>595</sup> Sin embargo, para convocar esta financiación participativa, la sociedad anónima debe modificar sus estatutos sociales, en particular, la regulación del derecho de voto y de la organización de junta general, la obligación del deber de informar a los inversores sobre los derechos concedidos a los socios y sobre las posibles cláusulas que excluyan y limiten estos derechos, entre otras modificaciones.<sup>596</sup>

### 2.2.3. Supervisión del proyecto y del promotor

Más aún, se supone supervisión por parte de la autoridad competente sobre el promotor en adición a la autorización y supervisión sobre la plataforma de financiación en algunos países. En China, los proyectos de donación se sujetan a un control estricto; por ejemplo, los promotores deben presentar los proyectos concretos ante el Ministerio de Asuntos Civiles antes de la publicación en la plataforma.<sup>597</sup>

---

<sup>594</sup> Véase art. L. 227-2 Código de Comercio.

<sup>595</sup> Véase art. L. 411-2 CMF.

<sup>596</sup> Véase art. L. 227-2-2, I y art. R. 227-2 Código de Comercio.

<sup>597</sup> Véase art. 5.1.3 BA.

Para convertirse en un promotor en los EE.UU., es preciso registrarse en (*file with*) la SEC y poner a disposición de la SEC, de los inversores y del bróker o portal<sup>598</sup> los siguientes documentos: las informaciones básicas de la sociedad (la denominación social, el domicilio, la estructura de la sociedad, incluyendo los nombres de los directores y administradores<sup>599</sup>, e incluso los socios que tienen más del 20% de la sociedad<sup>600</sup>); la descripción del negocio y el plan de negocio previsto; la situación financiera; y la información en relación con el proyecto como, por ejemplo, el propósito de la captación de fondos y el uso correspondiente, el importe total y la duración de recaudación, el precio y el tipo de interés, etc.. La SEC también puede solicitar informaciones adicionales en consideración de la protección de los inversores o del interés público.

Con el fin de facilitar el proceso de registro, se propone un formulario C (*Form C*)<sup>601</sup> en el que se especifica una serie de documentos que deben presentar los promotores a la SEC. Este formulario puede ser utilizado, no solo en la solicitud de la convocatoria pública de financiación, sino también en casos como la modificación del proyecto, la presentación del informe anual y la declaración sobre la finalización del proyecto. En otras palabras, los promotores y los proyectos en los EE.UU. quedan sujetos a la supervisión de SEC a lo largo de la vigencia del proyecto.

---

<sup>598</sup> Teniendo en cuenta de que la SEC 100(d) de la Regulation Crowdfunding indica que el “inversor” se refiere a cualquier inversor o inversor potencial, se elimina la frase de “poner a disposición de los inversores potenciales”. Véase Regla Final, p. 43.

<sup>599</sup> Los ejecutivos incluyen a otras personas que desempeñan habitualmente el mismo trabajo, como el secretario, el presidente, el vicepresidente, el director financiero, etc. véase Regla Final, p. 46.

<sup>600</sup> Se entiende por esta proporción los socios con un 20% de derecho de voto (*20 percent beneficial owners*) en los últimos 120 días, véase Regla Final, p. 44 y 48.

<sup>601</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Form C under the Securities Act of 1933”, fecha de consulta 19 octubre 2019, en <https://www.sec.gov/files/formc.pdf>.

#### 2.2.4. Publicación de los proyectos

La multi-divulgación del mismo proyecto en plataformas diferentes al mismo tiempo está prohibida en algunos países. En este sentido, en China los promotores no pueden obtener financiación para un proyecto de préstamo (o para varios proyectos que sean principalmente iguales) en más de una plataforma o en otros mercados abiertos<sup>602</sup> y el plazo de recaudación de un proyecto no puede superar los 20 días laborables<sup>603</sup>. Además de las limitaciones mencionadas anteriormente, en China, se requiere explícitamente un contrato entre el promotor y la plataforma sobre la captación de fondos para los proyectos de donaciones, a través del cual se ponen de relieve las obligaciones de la plataforma en materia de publicación de proyectos, divulgación de información relevante, verificación de la autenticidad de informaciones, entre otras.<sup>604</sup>

Por último, cabe añadir que el promotor tiene la facultad de modificar el contenido después de la publicación de los proyectos en determinados países. Así, en los EE.UU., los promotores pueden realizar un cambio sustancial como terminar anticipadamente la convocatoria o ampliar el plazo en función de su objeto de la captación. Todos los cambios surten efecto en los EE.UU., siempre y cuando los inversores hayan sido notificados y se les haya ofrecido la oportunidad de cancelar las suscripciones realizadas<sup>605</sup> o mantener la inversión con la doble afirmación expresa.<sup>606</sup>

---

<sup>602</sup> Véase art. 13 Medidas provisionales.

<sup>603</sup> Véase art. 19 Medidas provisionales.

<sup>604</sup> Véase 5.1.2. BA.

<sup>605</sup> Véase art. 9 Ley núm. 102/2015.

<sup>606</sup> Véase Reglas finales, p. 236-242.

## 2.3. Inversor

El inversor es la persona que se compromete a financiar los proyectos del crowdfunding, y en todos los países existe un consenso sobre la presión elevada y constante para su protección debido a la complejidad del mercado de valores o de préstamos; por ello, los países toman diversas medidas como custodios de estos inversores.

### 2.3.1. Limitación de aportación

La medida común en todos los países es la limitación del importe de la aportación, teniendo en cuenta que uno de los principios de protección consiste en garantizar la solvencia de los inversores, y por lo tanto, evitar al máximo la posibilidad de sufrir la pérdida de inversión si el proyecto fracasara. Cabe destacar que la mayoría de los países no adoptan un planteamiento único para todos los inversores, sino un criterio equivalente a la condición específica de cada inversor.

En los EE.UU, la cantidad limitada de inversión depende de los ingresos anuales o del patrimonio neto de los ciudadanos, de ahí que existan dos métodos de cálculo, concretamente, dentro de un período de 12 meses (1) en el caso de que los ingresos anuales o el patrimonio neto sea inferior a 107.000 USD, la inversión no podrá exceder de 2.200 USD o el 5% de sus ingresos anuales o patrimonio neto, pero hasta un máximo de 5.350 USD; (2) siempre y cuando sus ingresos anuales y patrimonio neto ambos sean al menos de 107.000 USD, el límite alcanzará el 10% de la cantidad menor de los ingresos anuales o patrimonio neto, hasta un máximo de 107.000 USD.<sup>607</sup>

---

<sup>607</sup> Véase Sec. 4(6)(B) SA 1933 y Sec. 100(a)(2) Regulación de Crowdfunding, pero esta figura necesita una modificación por inflación, se cambia la cantidad de 100.000 USD a 107.000 USD, y 2.000 USD a 2.200 USD, véase 17 CFR 227.100(a).

En China, se hace hincapié en que el prestamista tiene la obligación de asegurar su conocimiento de la financiación y de conocer el riesgo del préstamo,<sup>608</sup> así que la cantidad permitida a invertir es más elevada que la de los EE.UU. Como la idea básica del crowdfunding de préstamos consiste en la financiación de pequeñas inversiones, una persona física no puede prestar más de 200.000 RMB (25.000 euros) en una plataforma, y un millón de RMB (125.000 euros) en todas las plataformas de préstamos; el importe máximo para una persona jurídica y otras entidades es de un millón de RMB (125.000 euros) en una plataforma, y cinco millones de RMB (625.000 euros) en todas las plataformas.<sup>609</sup> Sin embargo, encontramos que no existe un plazo conjunto con este límite de inversión, lo que significa que si un prestamista ha prestado 200,000 RMB para un proyecto cuyo plazo es de dos años o más, dentro de estos dos años o más largo plazo, no puede invertir en otros proyectos en la misma plataforma. Además, esta limitación del préstamo no es fija, ya que después del análisis del conocimiento y la capacidad de cada inversor, la limitación de prestar será variable en función de la plataforma.

Por otra parte, la inversión en Francia<sup>610</sup>, en los proyectos de préstamos sin interés debe ser menos de 5.000 euros por doce meses y por proyecto; y la inversión en los préstamos con interés no puede superar los 2.000 euros por año y por proyecto, cuya duración debe ser inferior a siete años con interés razonable.

---

<sup>608</sup> Véase art. 15 Medidas provisionales.

<sup>609</sup> Véase art. 17 Medidas provisionales.

<sup>610</sup> En Francia, el término “inversor” varía en función de los diferentes tipos de plataformas. En la plataforma de CIP, quienes aportan dinero son inversores mientras que en la de PSI se les llama “cliente”. Pero esta diferencia radica en la compleja función de la PSI, es decir, no existe mucha diferencia crucial en la protección del contribuyente, así que seguimos utilizando la expresión “inversor” para mantener la coherencia en el texto.

### 2.3.2. Clasificación de los inversores

El segundo criterio que se establece a fin de proteger el interés de los inversores consiste en su clasificación. Ya nos hemos referido a la clasificación de los inversores según si está o no reconocido como inversor acreditado o no, si tiene la naturaleza de persona física o persona jurídica, o si es profesional o no, cuestiones que influyen en el importe de la inversión. Ahora nos referiremos a otro posible resultado de clasificación, esto es, al hecho de que la clasificación de inversor determina la posibilidad de participar en el negocio.

En el caso del Reino Unido, se ha optado por una línea más conservadora acerca de los proyectos de inversión, ya que solo en el caso de que los inversores cumplan uno de estos criterios podrán comenzar su inversión: (1) las personas con ingresos altos (*high net worth investor*) o inversores experimentados (*sophisticated investor*) tales como las sociedades de capital de riesgo (VCs); (2) los clientes que perciben asesoramiento regulado; (3) o las personas que hayan declarado (*restricted investor*)<sup>611</sup> que invierten menos del 10% de su patrimonio neto.<sup>612</sup> Esta limitación hace que la limitación del proyecto de préstamos sea más flexible<sup>613</sup>, y que las personas autorizadas a invertir tengan un mayor margen de libertad sobre la cantidad a aportar<sup>614</sup>.

En el caso de Francia, como la financiación participativa está considerada como una excepción al monopolio del sector bancario, los inversores deben actuar a título profesional

---

<sup>611</sup> La declaración de un inversor restringido permitirá a las plataformas comunicarle la promoción financiera de la oferta directa de valores. Véase FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media PS 14/4*, cit., p. 43.

<sup>612</sup> COBS 4.7.7 y ss.

<sup>613</sup> Antes de la publicación de PS 19/14, los inversores en el Reino Unido pueden invertir más de 100,000 GBP en los proyectos de préstamos o de inversiones, es decir, de cierto modo no existe ninguna limitación en la inversión siempre que tengan cierto conocimiento financiero, véase FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *Loan-based ('peer-to-peer') and investment-based crowdfunding platforms: Feedback to CP18/20 and final rules PS 19/14*, cit., p. 18.

<sup>614</sup> Se permite la calificación como inversor sofisticado y se elimina el obstáculo de la limitación del 10% si los inversores han invertido más de dos proyectos en los últimos dos años, véase *Ibid.*, p.18.



si pretenden contribuir al proyecto de microfinanciación. Desde otro punto de vista, la exclusión de los inversores no cualificados representa un mayor margen de actuación para los inversores cualificados, es decir, no existe límite para la suscripción de valores mediante la plataforma de CIP o PSI, siempre y cuando la plataforma haya evaluado la adecuación del conocimiento de los inversores y el riesgo de los proyectos.

### 2.3.3. Otras medidas de protección

En el Reino Unido se permite un período de reflexión (*cooling-off periods*) de 14 días, es decir, los inversores tienen derecho de desistimiento en el proceso de aportar sus inversiones en los proyectos de préstamos; de igual modo, en los EE.UU. se permite un período de arrepentimiento para los inversores de hasta 48 horas para retirar la aportación antes de la finalización de la oferta del proyecto o cuando el promotor realiza un cambio sustancial en el proyecto.

En Francia, con la finalidad de garantizar el conocimiento efectivo sobre la inversión y el riesgo respectivo por parte del inversor, se exige que las plataformas de forma de CIP y PSI establezcan un sitio web de acceso progresivo consistente en la realización de los pasos siguientes antes de la suscripción oficial de un inversor. En primer lugar, para garantizar que los inversores comprenden la naturaleza de su inversión y los riesgos, se requiere que solo en el caso de que los inversores hayan leído y aceptado las advertencias a través de las cuales se concientia al público sobre los riesgos, los usuarios podrán acceder a los detalles de la oferta de proyectos<sup>615</sup>. Estos riesgos incluyen la dificultad de vender las acciones, de perder la totalidad de la inversión, etc.<sup>616</sup> En segundo lugar, la plataforma debe comprobar si la oferta concreta de valores corresponde al conocimiento y experiencia de la inversión, la condición financiera y los objetivos de inversión, así como la situación familiar

---

<sup>615</sup> Véase art. 325-35 y art. 314-106 Reglamento general de AMF.

<sup>616</sup> Véase Posición de la AMF (DOC-2014-10) y Posición de la ACPR (2014-P-08) sobre las inversiones no garantizadas y la financiación de capital.

y patrimonial de los inversores antes de la suscripción de un proyecto concreto.<sup>617</sup> Por último, los inversores pueden empezar la inversión leyendo la información que proporciona la plataforma en materia de cada proyecto.

### **3. DEBERES DE INFORMACIÓN**

En todos los análisis del funcionamiento de la financiación participativa en cada país, una perspectiva ineludible a discutir es la obligación de divulgación de informaciones al público. En los EE.UU. esta obligación se enmarca como el pilar del origen de la plataforma, es decir, con el fin de adecuar la asimetría de información entre el promotor y el inversor, lo que la plataforma lleva a cabo es facilitar una concentración de los inversores potenciales y evaluar la inversión, de ahí que puede favorecer el intercambio de información.<sup>618</sup> Esto es, el deber de poner a disposición de los inversores todas las informaciones relevantes de la transacción es esencial en el crowdfunding. Dado que las informaciones incluyen los datos tanto del promotor como de la plataforma intermediaria, esta obligación debe ser cumplida por ambas partes.

Para ilustrar mejor el deber de información, dividiremos estos tipos de datos en cuatro categorías: A) información en materia de la condición básica del promotor; B) información sobre la condición financiera del promotor; C) información acerca del proyecto publicado; y D) datos del funcionamiento de la plataforma.

Antes de analizar con más detalle las informaciones necesarias, hay que señalar que el deber de información recae en sujetos diferentes: los promotores asumen principalmente la

---

<sup>617</sup> Véase art. L 547-9, núm. 6 y art. L 533-13 CMF y la Posición de la AMF (DOC-2013-02) sobre la recopilación de información relativa al conocimiento del cliente.

<sup>618</sup> A. D. TAPIA FRADE, "La regulación del «equity crowdfunding» en el Derecho de EE.UU. Referencia a la Jumpstart our business startups (JOBS) Act – h.r. 3606", cit., p. 83.

obligación de información en los EE.UU.<sup>619</sup> y China (plataforma de donación); en cambio, las plataformas se comprometen a proporcionar comunicación oportuna a los inversores en Francia, el Reino Unido; y el deber puede ser compartido entre la plataforma y el promotor, por ejemplo, en China (plataforma de préstamo).

### **3.1. Condición básica del promotor**

El deber de información sobre las condiciones básicas del comerciante es un requisito que existe casi en todos los negocios a través de Internet, ya que son unas informaciones imprescindibles para que la otra parte obtenga la confianza del negocio, y una vez se producen conflictos, la otra parte pueda dirigirse directamente al comerciante.

En el ámbito de financiación participativa, la condición básica del promotor suele consistir en la denominación social de la sociedad, la descripción del régimen jurídico (forma de sociedad, fecha de constitución, lugar de constitución, etc.), el domicilio, y el sitio web con el documento justificativo. Todos los países han adoptado esta categoría como una práctica común, pero, en función del país, se añaden algunos detalles más.

En los EE.UU. los requisitos de información se encuentran en la SA 1933 Sec. 4A(b)(1) que enumera ocho tipos de información, y al mismo tiempo, deja la lista abierta con la letra (I)<sup>620</sup>; luego la Regla Final la complementa con más detalle. De acuerdo con estas normas, también se debe proporcionar la información relativa a los consejeros, directores de la sociedad promotora (o cualquier persona que desempeñe la misma posición o tenga la misma función), incluyendo sus nombres, experiencias en el ámbito de los negocios en los

---

<sup>619</sup> Se prevé que la obligación sobre el deber de información para la plataforma intermediaria solo se refiere a la puesta a disposición de la SEC y de los inversores de cualquier información facilitada por los emisores al menos de 21 días antes de la fecha de la captación de fondos y venta de valores. Véase SEC 303 (a) Regulation Crowdfunding y la Regla Final, p. 199 y ss. Así que es mejor decir que es el emisor quien tiene el deber de información cuando la plataforma solo tiene la obligación de publicar y anunciar.

<sup>620</sup> Siempre y cuando exista una finalidad de protección de inversores “y” la consideración del interés público, la Comisión podrá solicitar más datos.

últimos tres años, descripción de su puesto y otros cargos fuera de la sociedad, especialmente la misma posición en otra compañía para tener claro el riesgo de conflicto de interés. Además, los socios que tengan más del 20% de los derechos de voto en los últimos 120 días deben ser revelados al público. Cabe señalar que la titularidad y la estructura de capital del promotor tienen cierta importancia a la hora de ejecutar el derecho de los inversores, en particular en el crowdfunding de inversión cuando los inversores están dispersos y son socios pequeños, por lo que estas informaciones deben ser claramente conocidas por ellos. Por último, se requiere una publicación de los empleados relevantes con el negocio de financiación participativa de la sociedad promotora.

De igual manera, se requiere una implicación de la tasa de incumplimiento de los proyectos en el Reino Unido,<sup>621</sup> pero al contrario con la accesibilidad de los datos tales como el precio o comisión del préstamo que se dirigen al público,<sup>622</sup> esta tasa solo necesita revelarse a los inversores pertinentes.

En comparación con las informaciones detalladas de los EE.UU., en Francia, la regulación es menos extensa para la plataforma. En cierto modo, esta disparidad tiene sentido porque los inversores tienen más confianza en la plataforma profesional y cuando la plataforma está sujeta a la provisión de información, va a hacer todo lo posible para asegurar la autenticidad y el éxito del negocio entre sus clientes si pretenden obtener ganancias con el mismo; por el contrario, los promotores probablemente no tienen conocimiento suficiente sobre qué informaciones deben proporcionar a los inversores. A estos efectos, no hace falta

---

<sup>621</sup> De conformidad con COBS 18.12.31 R (11), se menciona “*whether the firm considers that the borrower is unlikely to pay its obligations under the P2P agreement in full without the firm enforcing any relevant security interest or taking other steps with analogous effect and, if so, information to that effect*”, a estos efectos, es necesario revelar al público la información sobre los defectos siempre y cuando exista la posibilidad de impago sin la intervención de la plataforma. Véase FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *Loan-based (“peer-to-peer”) and investment-based crowdfunding platforms: Feedback to CP18/20 and final rules PS 19/14*, cit., p. 27-28.

<sup>622</sup> La FCA considera que todos los inversores pueden acceder a los datos sobre la comisión y los tipos de interés, ya que esto proporciona información más detallada para clasificar el riesgo y les ayuda a realizar comparaciones entre plataformas y proyectos. Véase *Ibid.*, p. 27.

indicar los requisitos tan precisos como los de los EE.UU. La AMF ofrece incluso un modelo de documento de información<sup>623</sup> con vistas a que la plataforma pueda disponer de todos los datos del promotor y de ahí que la plataforma y el promotor dejen de ser responsables, frente a los inversores, de proporcionar información.

No obstante, cuando la inversión se destine a una sociedad *holding*, además de las informaciones mencionadas, hay que presentar todos los datos de la compañía ejecutora del proyecto y de la oferta, así como si la empresa interviene en estas compañías, incluyendo los acuerdos entre las empresas mencionadas de acuerdo con el art. 324-38 del Reglamento general de AMF. Por esta restricción, los promotores no pueden eludir la obligación de publicar el propietario real del proyecto. Así, la condición básica contiene no solo la de promotor “explícito”, sino también la de promotor “implícito”.

### **3.2. Condición financiera del promotor**

El segundo tipo de información divulgada es la situación financiera del promotor, ya que esta condición será un buen indicador para los inversores cuando estén reflexionando y valorando el riesgo y el beneficio de invertir en un proyecto concreto, por lo que las informaciones sobre la condición económica del promotor deben ser publicadas en la página web del proyecto. En el fondo, la condición financiera refleja, en cierto modo, si el promotor tiene como objeto la cobertura de su propia deuda en vez de llevar a cabo su proyecto.

Por lo tanto, los datos de carácter financiero que deben aportar los promotores o la plataforma en este marco consisten en: el endeudamiento del promotor, la liquidez, los recursos propios (capital social, reservas, fondos propios), entre otras informaciones que

---

<sup>623</sup> AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Information to be provided to investors by the issuer and crowdfunding investment adviser or investment services provider within the framework of crowdfunding*, 2014.

pueden revelar la solvencia de este promotor y la capacidad de cumplir su compromiso con el proyecto.

En los EE.UU., la Regla Final indica que el análisis de la condición financiera no ha de ser intenso<sup>624</sup> al exigir a los promotores que faciliten información estrictamente financiera, es decir, son suficientes los datos del estado financiero (a condición de que no exista auditor independiente), sus balances, el estado de cambios en el accionariado, etc. dentro de los dos últimos ejercicios<sup>625</sup>. En particular, se requiere una descripción de las ofertas públicas de los últimos tres años con riesgo alto y de las operaciones con las partes vinculantes en el marco del crowdfunding, cuyo importe supera el 5% del capital captado en el último año. Hay que tener en cuenta que el plan de negocio goza de cierta importancia cuando discutimos el deber de información porque el plan, especialmente el de fusiones y adquisiciones, va a ser un compás para las actividades del promotor en el futuro e influirá en la decisión de los inversores. En este sentido, un plan de negocio debería ser publicado por el promotor, pero el plan que contenga un plan de fusiones y adquisiciones está excluido de la aplicación de las normas de crowdfunding.<sup>626</sup>

Si este análisis es estrictamente financiero, será difícil de entender para los inversores; asimismo, una contabilidad compleja será un trabajo inútil para los proyectos pequeños. Es por ello que, en algún caso, como el de China, solo aplican el criterio más básico en materia de la condición financiera, permitiendo la ampliación de este requisito por las reglas o la dirección de la plataforma o la negociación entre la plataforma y el promotor.

---

<sup>624</sup> Véase Reglas Finales, p. 75-76.

<sup>625</sup> Véase Reglas Finales, p. 78-108.

<sup>626</sup> Véase Reglas Finales, p. 40.

### **3.3. Datos del proyecto**

Las dos categorías anteriores se refieren únicamente a la calificación de los promotores, ignorando los contenidos concretos de los proyectos que atraen, en gran medida, a los inversores. Los datos del proyecto son como una introducción a los productos de venta online, es decir, se trata del objeto del contrato, por lo tanto, los promotores o las plataformas están obligados a proporcionar información suficiente sobre los proyectos para los inversores con vistas a que éstos puedan tomar racionalmente una decisión de invertir o no, u optar por este proyecto u otro.

En primer lugar, normalmente los datos fundamentales del proyecto deben contener: el propósito o la expectativa de los fondos captados; el importe objetivo; el plazo de la convocatoria y la actualización del proceso de captación; el precio de los valores o préstamos o el método de determinación del precio si el precio no está predeterminado; las características y derechos vinculantes a los valores en los proyectos de inversión, tales como si el inversor tiene o no derecho de voto, cómo ejercer estos derechos y cómo calcular el precio de valores en las operaciones corporativas en el futuro, si existe o no limitación en la transacción de los valores, entre otras; así como el riesgo potencial del proyecto.

Casi todos los países encuentran insuficiente enumerar solamente la categoría de informaciones, así que pormenorizan unas informaciones más esenciales para ellos, tal y como veremos a continuación.

Hay que tener en cuenta que en los EE.UU. existe un período de desistimiento, por lo que para facilitar este proceso, el promotor debería establecer un mecanismo para asegurar el derecho de re-compromiso de los inversores en la recaudación cuando se publique el plazo de la convocatoria. Por ello, cuando se haya alcanzado el objetivo de recaudación y el promotor pretenda cerrar anticipadamente la convocatoria, debería notificar al inversor la fecha nueva de cierre con al menos cinco días de antelación para que el inversor anule el

pedido. Como existe el mecanismo de reconfirmación, se permite el cambio sustancial del proyecto siempre y cuando los inversores tengan al menos 48 horas para determinar si continúan con la inversión y dar su consentimiento expreso.

En cuanto a la circunstancia en el Reino Unido, las informaciones en materia del proyecto no solo incluyen los detalles concretos de cada préstamo, sino también se subraya la manera en que se determina el precio del contrato, la garantía del préstamo, la descripción del proyecto que contiene la indicación de la tasa de incumplimiento (*default rate*).<sup>627</sup> Especialmente, dado que las normas han posibilitado a la plataforma seleccionar proyectos para un inversor, este intermediario debe facilitar información sobre el mínimo y máximo del tipo de interés de los proyectos y la fecha de vencimiento mínima y máxima de los mismos, además de los datos básicos de estos proyectos.<sup>628</sup>

En Francia, además de la indicación de los derechos de los aportantes derivados de sus aportaciones, deben detallarse los derechos vinculados a las categorías de valores no ofrecidos en el marco de la oferta, así como las categorías de beneficiarios de dichos derechos. Mediante esta divulgación, los inversores pueden tener una idea clara de la estructura de la sociedad, y garantiza que los derechos de los pequeños inversores puedan ejercerse razonablemente después de que se hayan convertido en accionistas. Además, la normativa francesa menciona que se especifican las condiciones de los socios inversores; por ejemplo, si o no un inversor puede recibir copias de los libros del promotor pertinente con esta inversión. Observamos, pues, que se hace hincapié en la protección de los derechos tras la inversión, es decir, la protección a lo largo de la vigencia del proyecto.

Con respecto a los proyectos de préstamos, es necesario incorporar las condiciones contenidas en el contrato en la introducción del proyecto, tales como la existencia del

---

<sup>627</sup> Véase COBS 18.12.26 R.

<sup>628</sup> Véase COBS 18.12.27 R.



derecho de desistimiento, la duración del préstamo, la tabla de amortización, entre otros elementos imprescindibles de un contrato de préstamo. Cabe destacar que IFP asume una obligación de proporcionar a los inversores el contrato tipo para facilitar el conocimiento del préstamo.<sup>629</sup>

En segundo lugar, un hecho que la mayoría de los países toman en consideración como obligatorio es la evolución del proyecto, no solo desde la publicación de los proyectos hasta la finalización de la captación, sino también desde la contratación del fondo hasta que se pone fin a la actividad del proyecto.

En efecto, no consiste en una obligación para las plataformas cuando solo se realiza la actividad de intermediación, dado que su función principal es la de ayudar a concertar el contrato, es decir, estas plataformas pueden hacer todo para que sus usuarios lleguen a un acuerdo entre ellos, pero su trabajo finaliza al concluirse un contrato entre las partes. Por ello, el seguimiento del proyecto es, de hecho, un trabajo extra para la plataforma. En cambio, tampoco constituye una obligación legal para el promotor porque en el caso de que el promotor y los inversores tengan un contrato de inversión o de préstamos, se trata de un contrato privado que representa que si el promotor tiene o no la obligación de presentar los datos de su proyecto depende totalmente de la negociación entre los contratantes. No obstante, casi todos los países tratan el seguimiento del proyecto como una obligación legal. La única razón por la que podemos explicar esta situación es la protección de los inversores, ya que con un procedimiento de desarrollo de actividad, se mitiga el riesgo de engaño y a la vez, se garantiza el derecho al conocimiento por parte de los inversores independientemente de la proporción pequeña aportada por ellos.

Cabe señalar que en los EE.UU., la evolución del proyecto forma parte del deber de información, por lo tanto, una vez que los promotores han obtenido los fondos, algunos de

---

<sup>629</sup> Véase art. R. 548-6 CMF.

ellos<sup>630</sup> deben presentar informes financieros anuales mediante el Formulario C, juntamente con un certificado del estado financiero emitido por el primer ejecutivo del promotor, siempre y cuando este promotor no se equipe con un auditor independiente. Es decir, una vez que la sociedad empieza con el crowdfunding, tiene que ser supervisada por tres partes: la SEC, la plataforma y los inversores, hasta la finalización del proyecto.

En el Reino Unido, la FCA, al mismo tiempo, impone exigencias sobre una revelación continua, por ejemplo, un flujo importante de capital o el pago de interés; en caso de que la plataforma lleve a cabo la evaluación del contrato del préstamo, una actualización de la valoración y su razón de ser; la categorización actualizada del riesgo; y, en caso de fracaso, las medidas adoptadas por la plataforma, entre otras informaciones relevantes para la inversión.<sup>631</sup>

Igualmente, en el caso de China, después de la financiación, la plataforma tiene que actualizar el estado de los proyectos de donación, pero no se especifica el contenido a publicar. Además, esta obligación solo consiste en informar al promotor para que revele el estado actual del proyecto,<sup>632</sup>. Es decir, una vez que la plataforma finalice su trabajo de avisar al promotor, la existencia o no de la actualización no entra dentro de su obligación.

En tercer lugar, los países también eligen maneras distintas sobre el requerimiento de la forma de publicación de la información del proyecto. Por ejemplo, en China, se propone un requisito sobre la promoción de proyectos: los proyectos de donación tienen que

---

<sup>630</sup> Según el Rule 202 (b) de la Regulation Crowdfunding, la obligación de publicar el informe anual cesará cuando "(1) the issuer is required to file reports under Exchange Act Sections 13(a) [Reporting and recordkeeping for certain security -based swaps] or 15(d) [Securities analysts and research reports]; (2) the issuer has filed at least one annual report and has fewer than 300 holders of record; (3) the issuer has filed at least three annual reports and has total assets that do not exceed \$10 million; (4) the issuer or another party purchases or repurchases all of the securities issued pursuant to Section 4(a)(6), including any payment in full of debt securities or any complete redemption of redeemable securities; or (5) the issuer liquidates or dissolves in accordance with state law."

<sup>631</sup> Véase COBS 18.12.32 R.

<sup>632</sup> Véase art. 5.6.4 BA.

presentarse de manera uniforme cuyo título debe ser “acto de donación + nombre de la actividad + nombre de la plataforma”<sup>633</sup>.

### **3.4. Datos sobre el funcionamiento de la plataforma**

El funcionamiento de la plataforma se refiere a las informaciones generales para los usuarios en materia de cómo aprovecha la plataforma para realizar las actividades de financiar. Hay que destacar que, considerando lo que indica su denominación, estas informaciones son proporcionadas por la plataforma.

Normalmente una plataforma debe delinear el marco de la relación entre ella y los usuarios, por lo que en casi todas las páginas webs se aclaran los términos y condiciones en los que se clarifican los servicios que están prestando, las medidas adoptadas en relación con el tratamiento de datos, los derechos y obligaciones de ambas partes, entre otras condiciones. En caso de que los clientes necesiten registrarse para empezar a navegar o utilizar todas las funciones de la plataforma, se indicará cómo registrarse como usuarios. Todo esto es lo que hace una plataforma habitual o normal, pero en el contexto financiero, los países ponen más exigencias a la plataforma en materia de la actividad de este intermediario.

La práctica habitual es poner una advertencia de aportación de dinero en su página web. Por ejemplo, en el Reino Unido, las plataformas de préstamos deben dejar claro que la inversión no está protegida por el plan FSCS.<sup>634</sup> En China, las plataformas de donación no pueden anunciarse como “plataforma oficialmente designada de donación” en su promoción fuera de su página web.

---

<sup>633</sup> Véase art. 5.2.4 BA. En el mismo artículo, se prohíbe la utilización de la misma forma de denominación en proyectos de donación que no están regulados en esta BA.

<sup>634</sup> Véase COBS 18.12.25 R. A pesar de que algunas plataformas proporcionan un fondo de contingencia (*contingency funds*), el fondo tampoco garantizará la compensación por el fracaso de proyectos. Véase COBS 18.12.33 (1) R. Por el contrario, los inversores de las plataformas de crowdfunding de inversión están incluidos en este esquema de compensación.

El siguiente dato que debe incluir el sitio web es cómo realizar una inversión o cómo plantear una convocatoria de recaudación de fondos. Al igual que en el caso del IFP de Francia, su nombre, denominación social, el domicilio, correo electrónico, número de registro en ORIAS (y la licencia de servicio de pago) deben ser reflejados en su sitio web.<sup>635</sup> Estas informaciones son básicas desde el punto de vista de los legisladores, ya que, sobre todo cuando la plataforma supone cierta influencia o control sobre el negocio, la mera divulgación de estas informaciones no parece suficiente.

En el Reino Unido, se subraya el papel que juega la plataforma en la protección de los inversores y en el negocio entre los usuarios, por eso la plataforma tiene una importante obligación de describir su papel en la contratación de P2P préstamos,<sup>636</sup> la información en materia de la liquidación en caso de insolvencia,<sup>637</sup> así como la política de la gestión del fondo de contingencia.<sup>638</sup> Con respecto a la plataforma de *equity* crowdfunding del Reino Unido, la FCA principalmente requiere una publicación de la política de impuestos<sup>639</sup> y un análisis de diligencia debida (*due diligence*) si la plataforma lo realiza.

En Francia, IFP asume una mayor responsabilidad en cuanto a la publicidad de su condición societaria y del estado de funcionamiento de la plataforma, por lo que además de la

---

<sup>635</sup> Véase art. R. 548-4, I CMF.

<sup>636</sup> Según COBS 18.12.24 R, la descripción abarca su *due diligence* análisis del promotor; cómo elige los proyectos publicados; la manera de calcular el precio, a menos que no participe en la determinación del precio; su rol en la provisión del modelo de contrato de préstamos; su papel en la provisión de la cartera de fondos; las medidas adoptadas por la plataforma cuando se produce el impago o la morosidad; el método de calcular el impuesto recaudado por los prestamistas; así como la función de la plataforma cuando se facilita un mercado secundario.

<sup>637</sup> Véase COBS 18.12.28 R.

<sup>638</sup> La disposición de un fondo de contingencia no es obligatoria, pero si se proporciona, debe incluir la mayor cantidad de datos relativos al funcionamiento del fondo, véase COBS 18.12.35 R., 18.12.37 R., 18.12.38R,

<sup>639</sup> La FCA solo “espera” (*expect*) que la plataforma proporcione información sobre la recaudación de impuestos en el caso de que los proyectos estén relacionados con la sociedad del *Enterprise Investment Scheme* (EIS) o el fondo de EIS, etc. véase FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media PS 14/4*, cit., p. 42.

publicación de datos societarios en su página web, hay que reflejar las condiciones y los criterios de selección de los proyectos publicados, los titulares y la información recopilada para cada proyecto en todas las publicidades que se parezca oportuna.

Por otra parte, algunos países exigen a las plataformas que publiquen la actuación antecedente del promotor o de la plataforma, en forma de análisis o resumen, a la luz de que estos datos son relevantes al rendimiento de la inversión para los inversores y el riesgo más perceptible.

En el Reino Unido, si las informaciones mencionadas en la introducción del promotor contienen una indicación sobre el resultado pasado, esta indicación solo puede reflejar los pagos reales recibidos por los prestamistas y en ningún caso puede contener el pago del fondo de contingencias.<sup>640</sup> Además, en el último documento PS 19/14 del Reino Unido, se exige una publicación anual de un resumen de los resultados en el caso de que la plataforma fija el precio a partir del 9 de diciembre de 2019.<sup>641</sup> En este resumen, no solo se incluyen informes históricos del rendimiento, sino también la expectativa del rendimiento sobre el proyecto actual - especialmente cuando la plataforma ha propuesto las tasas objetivas.<sup>642</sup>

De igual modo, las plataformas de IFP están obligadas a publicar anualmente (antes del 30 de junio) en su página web un resumen de las operaciones correspondientes del año anterior<sup>643</sup>: su estructura de gobernanza; el número y el importe total de todos los proyectos recibidos y financiados, las convocatorias han abierto; el importe total de la financiación en

---

<sup>640</sup> Véase COBS 18.12.39 R y 18.12.40 G. Entendemos que, mediante este arreglo, los inversores no serán engañados haciéndoles creer que el fondo de contingencia será una protección fiable y, por lo tanto conocerán el riesgo de la inversión de un promotor concreto.

<sup>641</sup> Véase FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *Loan-based ('peer-to-peer') and investment-based crowdfunding platforms: Feedback to CP18/20 and final rules PS 19/14*, cit., p.12.

<sup>642</sup> Véase *Ibid.*, p. 23 y COBS 18.12.21 R y ss.

<sup>643</sup> Véase art. R. 548-4, II CMF.

formas distintas (de inversión, préstamos, etc.); el número de inversores y el número medio de inversores por proyecto; el importe medio de cada modalidad del crowdfunding; así como el indicador de la situación de impago. Además, se deben mencionar las tasas de impago<sup>644</sup> de los últimos 36 meses (o desde el inicio de su actividad una vez que son inferiores a tres años) actualizadas trimestralmente.

Los intermediarios de donación participativa en China tienen la misma obligación de hacer públicos los datos del funcionamiento de la plataforma al menos cada seis meses para realizar una supervisión por parte del público;<sup>645</sup> además, la presentación de un informe anual a la autoridad competente<sup>646</sup>, de igual manera, forma parte de la supervisión.

Por último, algunos de los países estudiados han señalado unas exigencias formales, como en IFP de Francia, que exige que se publiquen en el sitio web, de manera fácilmente accesible desde la primera página y en todos los medios de publicidad, las informaciones básicas como la denominación y el domicilio de la plataforma.<sup>647</sup>

En el caso de China, aunque el deber de información se comparte entre la plataforma y el prestatario, es la plataforma la que está sujeta a la regulación del deber de información en las Medidas provisionales.<sup>648</sup> Además de las informaciones generales de la plataforma, se exige que una parte de su página web se dedique especialmente a la divulgación de su informe anual, las leyes o reglamentos relevantes, así como las regulaciones nuevas de

---

<sup>644</sup> El impago no se refiere a todos los incumplimientos de los contratos de inversión o de los préstamos, sino a “1) el principal pendiente de los préstamos con o sin intereses con un vencimiento impagado de más de dos meses; 2) aquellos en los que las cuotas de amortización de los préstamos con o sin intereses no se hayan pagado cada mes, Véase art. R. 548-5, apartado III, letra b) CMF.

<sup>645</sup> Véase 5.3.3 BA.

<sup>646</sup> Véase 6.1.2 BA.

<sup>647</sup> Véase art. R. 548-4, I CMF.

<sup>648</sup> Véase art. 30 y ss. Medidas provisionales.

supervisión.<sup>649</sup> En lo que respecta a la plataforma de donaciones, la plataforma tiene prohibido colocar los proyecto por la publicidad pagada (*paid listing*)<sup>650</sup> para garantizar la equidad entre los proyectos.

---

<sup>649</sup> Véase art. 31 Medidas provisionales.

<sup>650</sup> Véase 5.2.3 BA.

**CAPÍTULO V. EL DESARROLLO DE LA  
FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA ESPAÑOLA EN EL  
FUTURO**





## 1. ADAPTACIÓN AL FUTURO REGLAMENTO 2020/1503

En estos años, el fenómeno de financiación participativa, la microfinanciación y el crowdfunding han alcanzado su punto álgido debido a la conveniencia de financiación para los innovadores y el entusiasmo de la población por invertir. Este fenómeno también representa una tendencia de expansión mundial, ya que hemos visto que muchas plataformas estadounidenses, francesas y de Reino Unido están captando la inversión en países extranjeros como Kickstart, Indiegogo y Crowdcube; estas plataformas también han ocupado una cierta preponderancia en el mercado de financiación de créditos de España.

Desde hace 25 años, se ha creado un mercado único europeo cuyo objetivo principal consiste en la libre circulación de personas, servicios, bienes y capitales, por lo que la Unión Europea inició su procedimiento legislativo con el fin de, por un lado, facilitar la libre circulación de los servicios financieros en el espacio europeo y por otro lado, establecer un criterio uniforme en todos los Estados miembros. El desarrollo de la financiación se enfrenta a un obstáculo mayor por los regímenes diferentes de cada Estado, como hemos señalado, cada país requiere su propia autorización de las autoridades competentes y ha establecido limitaciones al ejercicio de la actividad para las sociedades extranjeras al tener el transfronterizo mundo digital.<sup>651</sup> Considerando esta necesidad, la Unión Europea está tratando de crear un mercado uniforme para la nueva forma de financiación,<sup>652</sup> esto es el Reglamento 2020/1503. Este Reglamento se aplicará a partir del 10 de noviembre de 2021,

---

<sup>651</sup> Por ejemplo, el art. 47 de la LFFE especifica que será aplicable la LFFE cuando la PFP “*anuncie, promocióne o capte clientes o posibles clientes en España*” o en el momento de que la PFP “*dirija sus servicios específicamente a inversores y promotores residentes en territorio español*”. Es decir, una vez que las plataformas extranjeras quieren captar la inversión o lanzarse al mercado en España, necesitan obtener una doble autorización de dos países.

<sup>652</sup> En 2015, se hizo hincapié en la financiación a las PYME en el plan de mercado capital de la Unión, véase COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación: Plan de acción para la creación de un mercado de capitales COM (2015) 468 final*, Unión Europea, 2015. Luego el desarrollo del término Fintech llamó otra vez la importancia del mercado alternativo de financiación tanto para los inversores como para los consumidores, véase COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación sobre la revisión intermedia del plan de acción para la unión de los mercados de capitales COM (2017) 292 final*, Unión Europea, 2017; *Comunicación: Plan de acción de servicios financieros destinados a los consumidores: mejores productos y una oferta más variada COM (2017) 139 final*, Unión Europea, 2017.

y los Estados miembros tienen dos años de periodo transitorio, por lo que cómo adaptar estas normas en la actual LFFE requiere un estudio necesario e imprescindible para la investigación más profunda.

### **1.1. Reglamento y la legislación nacional**

El objeto del Reglamento radica en asegurar un servicio prestado transfronterizo, ajustándose al mismo tiempo a la fragmentación e incompatibilidad de los regímenes reglamentarios de cada Estado miembro, y al aumento de la confianza de los inversores en la financiación participativa transfronteriza. En este sentido, lo que se pretende con el Reglamento es establecer un mecanismo común y fiable para todos los Estados miembros sobre la prestación del servicio de financiación participativa.

Sin embargo, la unificación del sistema de regulación de los diferentes países de la Unión Europea no es tan fácil y si veremos en la actualidad, desde la primera versión de la propuesta del Reglamento de marzo de 2018 hasta la última Enmienda de marzo de 2019 (en adelante “Enmienda”), este Reglamento no pretende modificar lo que ya se ha establecido en los diferentes ordenamientos jurídicos, sino crear un entorno independiente para el ejercicio de la actividad de financiación participativa en el territorio europeo, es decir, se emite directamente una autorización europea independiente. De igual modo, las legislaciones de cada país no tienen mucho efecto en la expedición de la autorización de pasaporte europeo, ya que la Enmienda supone que “[/]la legislación nacional [...] no impedirá a dichos promotores de proyectos o inversores hacer uso de servicios [...] con arreglo al presente Reglamento por proveedores de servicios de financiación participativa autorizados”.

En principio, hay que destacar que la forma de regulación europea es un Reglamento en vez de una Directiva, lo cual representa una absorción completa de las normas contenidas en este documento sin necesidad de transposición y es directamente aplicable, salvo en la

medida en que lo permita la legislación europea. Desde el 8 de marzo de 2018, se publicó por primera vez la propuesta del Reglamento por parte de la Comisión Europea, se han pronunciado al respecto el Comité Económico y Social Europeo y se ha realizado la primera lectura de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, con la nueva Enmienda de 27 de marzo de 2019. Hasta ahora, el Reglamento oficial es el tercer texto publicado y se observa una gran diferencia entre cada versión, si bien comparten el mismo objetivo en estos textos:

*“Para fomentar los servicios transfronterizos de financiación participativa y facilitar el ejercicio de la libertad de prestar y de disfrutar dichos servicios en el mercado interior, es necesario eliminar los obstáculos existentes para el buen funcionamiento del mercado interior en los servicios de financiación participativa y garantizar un alto nivel de protección a los inversores estableciendo un marco regulador a nivel de la Unión”*.<sup>653</sup>

## **1.2. Ámbito de aplicación**

En principio, el Reglamento no establece ninguna limitación territorial entre los Estados miembros debido a que tiene por objeto otorgar *“una etiqueta de la UE que [permita a los proveedores de servicios de financiación participativa] expandir sus actividades por toda la Unión”*<sup>654</sup>. Del proceso de revisión del Reglamento se desprende que el requisito de territorialidad dentro la Unión Europea es más flexible. En la primera versión no se exigía que la plataforma tuviera un establecimiento en un Estado miembro, pero en la segunda versión de 2019 se añadió “tener un establecimiento efectivo y estable” en el art. 2.1 y en la versión oficial se establece que solo las personas jurídicas que “están establecidas” en la Unión pueden prestar los servicios de financiación participativa regulados en el Reglamento. Lo que indicamos anteriormente se refiere al proveedor del servicio de financiación participativa cuando no existen las mismas exigencias para los promotores o

---

<sup>653</sup> Consideración (7) del Reglamento 2020/1503.

<sup>654</sup> Véase COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PFSP) para empresas COM (2018) 113 final*, Unión Europea, 2018. p. 3.

los inversores. Evidentemente, el alcance geográfico del ámbito de aplicación del Reglamento es mucho más amplio que la LFFE.

En cuanto a cuáles de las modalidades de financiación participativa están sujetas a regulación, de acuerdo con el Reglamento 2020/1503, se excluyen las modalidades de donación y las de venta de bienes o servicios, porque, en primer lugar, el objetivo de la regulación es proporcionar un fácil acceso a la financiación para las empresas de nueva creación, emergentes y las en expansión, así como para las PYME; al mismo tiempo, se pretende establecer un sistema proporcional a la necesidad del producto financiero y a las posibles asimetrías de información, de manera que la donación o recompensa no puede ser considerada como producto financiero; en tercer lugar, la venta de bienes o servicios se regula en la norma de protección de los consumidores.<sup>655</sup> En otras palabras, la regulación de la modalidad de donación no es urgente y la venta de bienes o servicios está sujeta a otras normas existentes, por lo que no se incluyen en el presente Reglamento. Por ello, los tipos accesibles al proveedor son el préstamo (sin consumo) y la financiación mediante el valor negociable<sup>656</sup>, lo que incluye las acciones de sociedades (anónima o de responsabilidad limitada), los bonos y las obligaciones.

Lo más interesante aquí es que el Reglamento no será de aplicación a *“los servicios de financiación participativa que sean prestados por personas físicas o jurídicas de conformidad con el Derecho nacional”*<sup>657</sup>. Esta exclusión es coherente con los motivos del Reglamento, que explica que no va a intervenir en los regímenes nacionales específicos o las autorizaciones vigentes respetando las distintas regulaciones de cada Estado miembro<sup>658</sup>. Es decir, una plataforma solo puede optar por una autorización de financiación

---

<sup>655</sup> Véase Exposición de Motivos de la *Ibid.*, p. 2.

<sup>656</sup> Véase el art. 4, apartado 1, punto 44, de la Directiva 2014/65/UE.

<sup>657</sup> Véase el art. 2.2, letra c) del COM 2018/113.

<sup>658</sup> Véase Exposición de Motivos del COM 2018/113, p. 3.

participativa. Sin embargo, si realmente los Estados miembros van a mantener su marco de regulación o van a adaptar a la regulación es muy dudoso. Por un lado, la integridad del mercado ayudará a reducir en gran medida la disparidad en el negocio transfronterizo, pero no representa definitivamente la desaparición del negocio local,<sup>659</sup> por “sesgo doméstico” (*home bias*) que es un fenómeno consistente en que los inversores prefieren realizar la inversión nacional, aunque la oferta del negocio internacional sería igual o mejor.<sup>660</sup> Por otro lado, si los requisitos del Reglamento son más flexibles y las medidas para proteger a los inversores son más seguras, la preferencia al mercado doméstico disminuirá. Por lo tanto, admitimos que el proveedor definitivamente va a exprimir el mercado español existente, no solo el proveedor de otros estados miembros, sino también el proveedor español bajo el régimen europeo, pero el Reglamento no va a sustituir totalmente a la LFFE y el proveedor europeo tampoco puede sustituir totalmente a la PFP. A estos efectos, hallamos la necesidad de llevar a cabo una comparación entre la LFFE y el Reglamento, y mejora el sistema jurídico de España en materia de financiación participativa.

El Reglamento 2020/1503 es una nueva acción que trata de la regulación en general sobre el funcionamiento y organización, autorización y supervisión de los proveedores de servicios de financiación participativa, así como de la transparencia y las comunicaciones comerciales en el proceso de la prestación de servicios de financiación participativa, incluye el establecimiento de mecanismos especiales para las autoridades nacionales competentes en materia de cómo proceder la tramitación<sup>661</sup>. Por lo tanto, en coherencia con la estructura del Reglamento, explicamos con detalle sobre cada uno de sus objetivos.

---

<sup>659</sup> K. WENZLAFF Y OTROS, “Crowdfunding in Europe: Between Fragmentation and Harmonization”, cit. p. 381.

<sup>660</sup> L. L. TESAR; I. M. WERNER, “Home bias and high turnover”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 14, 4, 1995, p. 468-469.

<sup>661</sup> Por ejemplo, según el art. 20 del Reglamento, se pide que las autoridades nacionales publiquen y mantengan actualizadas las leyes o normas aplicables a las comunicaciones publicitarias de los proveedores, así como notifiquen a la AEVM estas nuevas leyes.

### 1.3. Proveedor de servicio de financiación participativa: un doble papel

#### 1.3.1. Denominación del intermediario financiero

Ante todo, tal como está regulado por la LFFE, la microfinanciación incorpora tres partes: el promotor, el inversor y el intermediario. La regulación se concentra fundamentalmente en el intermediario, tal y como sucede en España y otros países, pero no se hace una división clara entre la plataforma y la sociedad de la plataforma. En su lugar, el Reglamento indica que una vez que se concede una autorización a una sociedad, ésta se convierte en el proveedor de servicios de financiación participativa, así puede ofrecer libremente sus servicios de financiación participativa a los promotores e inversores de toda la Unión Europea con un pasaporte expedido por la autoridad competente y a través de la plataforma de financiación participativa.

La consideración del intermediario difiere ligeramente entre la LFFE y el Reglamento, ya que en el Reglamento se denomina “proveedor de servicio de financiación participativa” mientras que en la LFFE tiene la denominación de “plataforma de financiación participativa”. La desviación del nombre se debe a que en el Reglamento, la plataforma de financiación participativa se refiere a “*un sistema de información basado en internet públicamente accesible y explotado o gestionado por un proveedor de servicios de financiación participativa*” (art. 2.1, letra d) o “*todo sistema electrónico explotado o gestionado por un proveedor de servicios de financiación participativa*”<sup>662</sup>, mientras que en la LFFE hace referencia a “*las empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto [...] 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 [...] con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación*”.

---

<sup>662</sup> Véase el art. 3.1. letra b) de la COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PFSP) para empresas COM (2018) 113 final*, cit.

En comparación con la expresión de España, la de la Unión Europea aclara una cuestión confusa: como se ha apuntado, “plataforma” no es un concepto jurídico, lo que normalmente da lugar a la confusión cuando se quiere abarcar la APP u otros medios electrónicos; en el fondo, la plataforma está establecida o bajo el control de un intermediario digital o de un proveedor de servicios en línea. Así pues, la denominación en el Reglamento como “proveedor de servicios” parece más precisa para describir el intermediario.

### 1.3.2. Requisito societario

El requisito más importante en el aspecto societario es el establecimiento del proveedor, ya que se requiere que este intermediario sea una persona jurídica establecida en la Unión. En la Enmienda de 2019 se especifica que “deberá tener un establecimiento efectivo y estable en un Estado miembro y haber sido autorizado por la autoridad pertinente<sup>663</sup>”, Si comparamos este concepto con el de la LFFE, en cuyo caso exige que el domicilio social, así como la administración y dirección efectiva estén en territorio nacional o en otro Estado miembro, el requisito del Reglamento parece más estricto porque no parece aceptar una separación del domicilio social y el lugar de administración o dirección efectiva. Esta explicación coincide con el art. 10 del Reglamento que menciona que el proveedor debe solicitar autorización “*a la autoridad nacional competente del Estado miembro en el que esté establecido para prestar servicios de financiación participativa*”, esto es, en este artículo se indica que el establecimiento del proveedor es el lugar donde presta servicios.

Entendemos que un establecimiento efectivo y estable es una garantía para los clientes cuando se producen conflictos, y la exigencia estricta de domicilio va a evitar, en gran medida, el conflicto entre los Estados miembros en materia de su poder de autorización porque un proveedor solo puede tener un establecimiento efectivo y estable en el territorio

---

<sup>663</sup> En la primera versión del Reglamento, la autoridad competente era la AEVM, pero ahora se ha modificado por “autoridad nacional competente”, que se refiere a la autoridad designada por un Estado miembro. Véase el art. 2 de la Enmienda 2019.



europeo.

### 1.3.3. Proveedor de servicios de financiación participativa

#### 1.3.3.1. *Carácter del servicio de financiación participativa*

En cuanto al contenido del servicio de financiación participativa, el servicio descrito por la LFFE es más general y solo requiere una puesta de contacto con los promotores e inversores siempre y cuando el objetivo del inversor sea obtener un rendimiento dinerario, dejando la delimitación ambigua del proyecto de financiación participativa. Esto nos obliga a decir que la redacción de la LFFE permite más posibilidades o cambios en el futuro.

En cambio, se subraya que la financiación tiene carácter empresarial en el Reglamento, en forma de *“concesión de préstamos”* o *“colocación sin un compromiso firme de valores negociables y la recepción y transmisión de órdenes de clientes”* en la versión original de la propuesta. Esta definición aprovecha directamente las modalidades de proyectos, pero no se especifica el contenido preciso del servicio prestado.

Por lo tanto, en la Enmienda de la primera lectura, se propone, por primera vez, realizar los cambios descritos:

*“el suministro de una plataforma de financiación participativa que permita la prestación de cualquiera de los siguientes servicios: i) servicio de financiación participativa directo, que incluye la facilitación de la puesta en contacto de un inversor específico con un promotor de proyectos específico y de un promotor de proyectos específico con un inversor específico, ii) servicio de financiación participativa con intermediación, que incluye la facilitación de la puesta en contacto de un inversor con un promotor de proyectos y la determinación del precio y el paquete de ofertas al respecto, o la facilitación de la puesta en contacto de un promotor de proyectos con un inversor y la determinación del precio de las ofertas al respecto, o ambas”.*

El primer servicio es más conocido por la tarea que debe realizar un intermediario; en cambio, el servicio de financiación participativa con intermediación, aunque se denomina “intermediación”, realiza más bien una labor relacionada con los negocios de sus clientes: por ejemplo, determinar el precio de negocio, proporcionar asesoramiento en materia de inversión, o hacer la colocación sin un compromiso firme. Si lo analizamos con más detalle, el servicio con intermediación, seguramente, contiene el servicio directo que consiste en poner en contacto a las dos partes de negocio. Además, engloba tres situaciones: primero, actuar como representante del inversor, y así puede establecer el precio y el paquete de ofertas por él; segundo, actuar como representante del promotor, así que diseña el precio y las ofertas para el promotor; y tercero, actuar con ambas posibilidades al mismo tiempo. Esta solución se parece mucho a la clasificación en Francia.

En comparación con el servicio de seleccionar objetivamente los proyectos y los promotores y conectar a los inversores y promotores de manera neutral, el asesoramiento directo a los inversores es una violación evidente de la posición neutral del proveedor. No podemos negar totalmente la provisión de servicio de asesoramiento siempre y cuando se adopten medidas adecuadas para el control del precio, requisitos sobre el diseño del paquete de ofertas para los inversores o promotores, lo cual sería quizás suficiente para mitigar el riesgo. En otras palabras, cómo ajustar el sistema, especialmente el mecanismo de responsabilidad merece una reflexión más profunda, pero en la Enmienda de 2019 no se menciona ninguna de las medidas indicadas.

Por estas razones, el Reglamento oficialmente publicado vuelve a la primera interpretación cuando en los artículos 4 y 6 se alude la posibilidad de determinar el precio de una oferta de financiación y la gestión individualizada de las carteras de préstamos. Además, el Reglamento incorpora requisitos pormenorizados, como la provisión de datos fundamentales de la inversión cuando el proveedor presta el servicio de gestión individualizada de carteras de préstamos en el art. 24, información sobre el método utilizado para determinar el precio de los créditos en el art.19.6. En comparación con las

disposiciones de la LFFE, el Reglamento amplía el servicio prestado por el proveedor en la financiación participativa. Mientras que se permite más espacio operativo para el proveedor, se dificulta así el juicio del rol neutral del proveedor. En este sentido, aunque el carácter del servicio prestado sigue siendo intermediación, el grado de involucración del proveedor es mucho más que el de la PFP de España.

#### *1.3.3.2. Actividades permitidas en el servicio de financiación participativa*

Aunque el Reglamento elimina la diferenciación entre “servicio prestado por el intermediario” y “servicio de financiación participativa con intermediación” evitando así la distinción entre “intermediario” y “con intermediación”, no adopta expresamente otras definiciones para explicar la naturaleza jurídica del servicio prestado por el proveedor, es decir, la característica del servicio prestado se deja en blanco.

Las actividades permitidas en el Reglamento también pueden dividirse entre servicios obligatorios y servicios auxiliares. Los principales servicios prestados se han señalado en la definición de proveedor de servicios de financiación participativa y son los mismos que los de la LFFE, como la puesta en contacto de los promotores e inversores y el establecimiento de canales de comunicaciones entre ellos, pero algunos servicios complementarios de la LFFE son obligatorios en el Reglamento, y además, el Reglamento impone la obligación de ofrecer más servicios.

En primer lugar, es obligatorio ofrecer el servicio de tramitación de las reclamaciones recibidas de los clientes de forma gratuita. Anteriormente, en la versión de 2018, no se especificaba en qué consistían las reclamaciones, pero en la Enmienda se menciona que “[l]os proveedores [...] garantizarán que los clientes puedan presentar reclamaciones contra ellos de forma gratuita” a través de una plantilla normalizada, esta cláusula se ha mantenido en la versión final. Hemos de tener en cuenta que no se trata de reclamaciones entre los clientes, sino entre los clientes y el proveedor. Es decir, la LFFE establece el servicio auxiliar

de reclamación judicial y extrajudicial en representación de los inversores contra los promotores.

En segundo lugar, a fin de asegurar que los inversores comprendan plenamente la inversión, especialmente sobre el riesgo relacionado con la financiación participativa, además de la evaluación de los conocimientos básicos de los inversores potenciales, tiene que adoptar, cada dos años, las medidas oportunas para determinar si los inversores tendrán conocimiento de ellos en ese tiempo. Es decir, el proveedor necesita examinar o volver a examinar a los inversores por lo menos cada dos años. Sin embargo, el resultado de la evaluación no afecta prácticamente a la inversión de los inversores, pero sí que impone el deber de informar sobre la inadecuación y el riesgo pertinente.

En cuanto a los servicios obligatorios en España, pero auxiliares en el Reglamento, el primero es el servicio de pago. En España, es obligatorio la provisión de servicio de pago, ya sea de terceros o de la propia plataforma, en la intermediación; en cambio, se establece que los proveedores pueden optar por no prestar estos servicios en caso de haber garantizado que los promotores aceptarán la financiación procedente de las ofertas de financiación o cualquier pago de las entidades autorizadas de pago en el Reglamento europeo. Además, el proveedor puede proceder al servicio de pago, tenencia y protección de fondos, así como a los servicios de custodia de activos; es decir, estos servicios pueden ser prestados por el propio proveedor o por terceros. Ahora bien, a pesar de que los proveedores o los terceros proporcionen los servicios indicados a los clientes, se les prohíbe la tenencia de fondos de los clientes y se debe obtener previamente la autorización para la prestación de servicio de pago. Estas limitaciones son casi las mismas que las de España excepto por el mecanismo más flexible del Reglamento.

Por último, el Reglamento indica más actividades que puede realizar el proveedor en la financiación participativa, y aún más actividades si retrocedemos a las versiones anteriores (Cuadro 7).

<b>Servicios prestados auxiliares</b>	<b>COM (2018)</b>	<b>ENMIENDA</b>	<b>REGLAMENTO</b>
Proponer proyectos específicos	✓	✓	✓
Gestionar individualizada de cartera de préstamos	x	x	✓
Evaluar el riesgo de crédito	x	x	✓
Determinar el precio	x	x	✓
Valorar proyectos de préstamos	x	x	✓
Gestionar fondo de contingencia	x	x	✓
Prestar servicio de custodia de activos y servicio de pago	✓	✓	✓
Ofrecer asesoramiento de inversión o préstamo	x	✓	x
Crear tablón de anuncios	✓	✓	✓

Cuadro 7 Comparación de los servicios auxiliares en los tres textos del Reglamento (Elaboración propia)

Los dos servicios más destacados son: el servicio de gestión individualizada de proyecto y el servicio de la determinación del precio de una oferta. El primer servicio se trata del asesoramiento de un proyecto concreto conforme a los parámetros específicos o los indicadores de riesgo elegidos por el inversor o directamente una “gestión individualizada de carteras de préstamos”<sup>664</sup>. Este servicio tiene un contenido muy similar al “servicio y actividad de inversión” de la Directiva 2014/65 relativa a los mercados de instrumentos financieros, es decir, lo que está llevando a cabo el proveedor es un servicio de inversión, y esto está justamente prohibido en la legislación española debido a que el proveedor está ejecutando un servicio reservado o requiere una autorización a la empresa de inversión.

<sup>664</sup> De conformidad con el art. 2.1 letra c) del Reglamento 2020/1503, la gestión incluye “la asignación, por parte del proveedor de servicios de financiación participativa, de una cantidad predeterminada de fondos de un inversor, que es un prestamista primario, a uno o varios proyectos de financiación participativa en su plataforma de financiación participativa de conformidad con un mandato individual otorgado por el inversor a libre albedrío de este y de manera individualizada”.

El segundo servicio se refiere la asignación de precio en función de la evaluación razonable del riesgo de crédito de proyecto y del promotor, pero este servicio debe ser diferente con la determinación de precio de reventa. El Reglamento prevé que, en ciertas condiciones, el proveedor puede determinar el precio, incluyendo la realización de una evaluación razonable del riesgo del crédito del proyecto, la evaluación razonable del riesgo basada en información suficiente, el establecimiento de políticas y procedimientos claros y eficaces, así como la garantía de proporcionar precio justo y adecuado para los proyectos, entre otras establecidas en el art. 4.4 del Reglamento.

Tanto la propuesta, la Enmienda como el Reglamento reconocen, además, el servicio de revender los préstamos adquiridos mediante la plataforma, pero exigen que se publique información sobre el rendimiento de los préstamos generados. Este servicio se detalla en el art. 25 del Reglamento. Se señala que el tablón de anuncios no se trata de “*un sistema interno que ejecute órdenes de los clientes de forma multilateral*”, sino un lugar para anunciar su interés de compraventa y requiere que el proveedor informe a sus clientes sobre la naturaleza del tablón, la necesidad de presentar ficha de datos fundamentales de la inversión, el rendimiento de los préstamos facilitados, así como la advertencia de riesgo correspondiente a los inversores no experimentados. En lo que respecta al precio para la compraventa de préstamos, valores negociables o instrumentos admitidos, en la propuesta inicial, los proveedores de servicios de financiación participativa pueden proponer un precio de referencia como un criterio de juicio para los clientes, pero el precio de referencia no es definitivamente el precio final y vinculante de ningún proyecto.<sup>665</sup> No obstante, como la Enmienda propone una segmentación entre los proveedores que únicamente facilita la intermediación entre los inversores y los promotores, y los proveedores que determinan o gestionan el precio y la gama de las ofertas, lo que permite que el precio de referencia sea

---

<sup>665</sup> Véase el art. 17 de la COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PFSP) para empresas COM (2018) 113 final*, cit..

vinculante con el justificante de la base del cálculo de precio.<sup>666</sup> Al final, el Reglamento descarta esta idea e indica directamente que el precio no es vinculante y requiere además que los elementos básicos de su metodología justifiquen este precio.

#### 1.3.3.3. *Prohibición de actividades*

De acuerdo con el art. 7 de la Propuesta de Reglamento, se prohíbe la participación en cualquiera forma del proveedor de servicios de financiación participativa en el proyecto publicado en su plataforma, con el objeto de evitar posibles conflictos de interés. En concreto, el proveedor no puede invertir en las ofertas de financiación publicadas de terceros, ni pueden publicar ofertas cuyo promotor es su accionista con al menos el 20% del capital social o de los derechos de votos, sus directivos, empleados o personas relevantes. En la antigua versión, no se hacía mención acerca de si el propio proveedor puede participar en el proyecto, pero en la Enmienda se expresa que sí permite la participación, si bien con la limitación del 2% del fondo recaudado siempre que se ponga a disposición de los clientes sobre dicha participación. Sin embargo, el Reglamento rechaza totalmente la participación del proveedor en los proyectos publicados en su plataforma y también veta la posibilidad de que las personas mencionadas que actúen como promotoras; en cambio, sí permite que estas personas inviertan en los proyectos en el caso de que se haga público y se asegure el mismo trato que al resto de los inversores. Además, la Enmienda subraya que el concepto de “persona relevante” hace referencia a persona ligada directamente a los accionistas y a la directiva, y, al mismo tiempo, prevé que los empleados deben asegurarse de no ejercer ninguna influencia sobre los proyectos en los que tengan una participación financiera. No obstante, finalmente el Reglamento no adopta esta limitación.

---

<sup>666</sup> Véase el art. 17 del PARLAMENTO EUROPEO, (*Enmienda*) *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo Europeo y del Consejo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas COM (2018) 113 final*, cit.

La emisión de comunicaciones publicitarias es esencial en el negocio de la financiación, pero no se pueden realizar comunicaciones publicitarias desproporcionadas sobre determinados proyectos u ofertas previstas o en curso; es decir, solo se pueden incorporar contenidos sobre el proveedor y los proyectos en general o los proyectos finalizados. Esta limitación está en consonancia con la del asesoramiento individual sobre proyectos cuando la plataforma proporciona su recomendación, salvo que los inversores hayan establecido su propio parámetro. El Reglamento también requiere que la información contenida debe ser congruente con la información facilitada o debe figurar en la ficha de datos fundamentales de la inversión, así como la utilización de las lenguas oficiales para dejar claro a los inversores los proyectos, el proveedor o el servicio de financiación participativa.

#### *1.3.3.4. Entidad de autorización y supervisión*

A la hora de promulgar la Propuesta de Reglamento de 2018, se aprecia una gran diferencia entre la LFFE y el Reglamento, ya que la Propuesta de 2018 prevé que el proveedor tiene que estar autorizado y supervisado por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante, AEVM), es decir, la emisión de la autorización para el ejercicio de la actividad de intermediación de financiación participativa en la Unión Europea es diferente de la de España. No obstante, lo que cambia por completo en la Enmienda y en el Reglamento es que, en estos textos, la AEVM no es la entidad la que otorga la autorización para el ejercicio de la actividad de intermediación de financiación participativa, sino que otorga este poder a la autoridad nacional competente del Estado miembro donde se encuentre el proveedor; en España, se aprovecha la CNMV como autoridad de autorización y supervisión, por lo que en el futuro la CNMV asume dos papeles a la vez, la autorización de la plataforma nacional y la de la plataforma europea. El gran cambio se presenta en el dictamen del Comité Económico y Social Europeo, que propuso que los supervisores nacionales *“están más próximos a los mercados nacionales y conocen mejor las situaciones locales”* y el recurso



es más conveniente al tribunal nacional que al Tribunal de Justicia Europeo.<sup>667</sup>

La solicitud para convertirse en proveedor conlleva varios documentos relativos a la condición societaria del proveedor, el control de la gobernanza, el plan de negocio, entre otros documentos descriptivos del proveedor. En comparación con la lista de documentos que deben presentarse a la CNMV como PFP, los documentos contienen aspectos societarios como el nombre, la dirección, la forma jurídica y la escritura de la compañía; documentos relacionados con la actividad empresarial como el programa de actividades, el mecanismo de gobernanza, los riesgos operativos, las salvaguardias prudenciales, el plan de continuidad, el mecanismo de reclamación; la descripción y la prueba de las personas de gestión y el mecanismo para evitar conflictos de interés, etc. Lo que más llama la atención aquí es que el Reglamento destaca la importancia del sistema de tratamiento de datos que circula en la financiación participativa, cuya disposición está en línea con el esfuerzo de protección de datos personales de estos años. Además, las personas encargadas de gestión tienen que dotarse de conocimientos y experiencia suficientes en la LFFE, pero el Reglamento requiere, por un lado, que las personas responsables de la gestión del proveedor “*gozan de buena reputación y poseen los conocimientos y la experiencia adecuados*”; por otro lado, que las personas que participan en la gestión del proveedor “*poseen colectivamente los conocimientos, las capacidades y la experiencia suficientes*”. En otras palabras, solo los responsables tienen que cumplir las exigencias de honorabilidad y el resto solo necesita cumplir “colectivamente” el requisito de profesionalidad.

Una condición que no está prevista en la Propuesta es que no se indica la necesidad de contar con recursos propios del proveedor, es decir, no se exige un capital social suficiente.

---

<sup>667</sup> Véase Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, 10 de octubre de 2018, núm. 367, p. 65-72, punto 3.15-3.17.

Obviamente, ello no es adecuado, especialmente cuando los proveedores gestionen financiación hasta un millón de euros. Por lo tanto, se añade en la Enmienda la necesidad de acreditar que el proveedor dispone de capital suficiente para hacer frente a su responsabilidad profesional, si bien no se pormenoriza la cifra concreta de este “capital suficiente”. El Reglamento establece por primera vez el importe suficiente, como un requisito prudencial, en 25 000 EUR o la cuarta parte de los gastos fijos generales del ejercicio anterior<sup>668</sup>.

El proceso de autorización parece ser más rápido y eficiente en la AEMV, ya que la autoridad debe evaluar en 20 días hábiles sobre si la solicitud está completa o no; y en 2 meses a partir de la recepción completa. En total, en más o menos 3 meses los proveedores pueden tener el resultado de la evaluación y pueden obtener la notificación dentro de 5 días hábiles tras la aprobación. No obstante, la nueva modificación ha trasladado el poder a la autoridad nacional competente y ha alargado el período de resolución; por ejemplo, la evaluación tarda 25 días hábiles en la revisión formal y 3 meses en la revisión sustancial de los documentos del proveedor.

El poder que recae en la autoridad de los Estados miembros aporta ventajas como la equivalencia entre los distintos países de la Unión, pero también produce el problema de la comunicación. Tomando el proceso de autorización como ejemplo, antes de conceder o denegar la solicitud de autorización, la autoridad competente debe consultar a otras autoridades de otro Estado miembro si el proveedor es una filial o empresa matriz de otra sociedad ubicada en otro país y tiene por objeto realizar negocios en otros Estados miembros, y el resultado de la consulta afecta a la resolución de la autorización. Tanto la autorización como la revocación deben pasar por el proceso de consulta. Ahora bien, si

---

<sup>668</sup> El art. 11.1, letra b del Reglamento menciona que los gastos fijos generales deben incluir el coste de los préstamos por servicio durante tres meses cuando el proveedor facilita también la concesión de préstamos.

existe opinión diferente<sup>669</sup> entre las autoridades competentes nacionales, ¿cómo se resuelve la contradicción? La respuesta es que decidirá la AEVM, pero esta entidad no va a resolver el conflicto en primera instancia, sino que procurará favorecer la adopción de un acuerdo, sin perjuicio de tomar una decisión, en el caso de que las autoridades no lo alcancen.

La AEMV mantiene su propio registro y hace pública toda la información autorizada de los proveedores que tienen la etiqueta europea, como, por ejemplo, la denominación y la dirección de internet de la plataforma, el nombre y la forma jurídica del proveedor, los servicios prestados, así como las sanciones impuestas. Aunque ahora la AEVM no controla la aprobación o no del proveedor, las autoridades nacionales deben informar a la AEVM para que ésta lleve a cabo el registro y la publicación de los proveedores, y la AEVM conserva la facultad de denegar la concesión de autorización.

Cabe señalar que la AEVM es una autoridad más poderosa que la CNMV en materia de la gestión de financiación participativa al inicio, pero a través de diversas modificaciones la AEVM ha perdido poder. Por ejemplo, la Propuesta de 2018 designaba a la AEVM como entidad para otorgar la autorización de proveedores. En cambio, según la Enmienda son las autoridades competentes (en España, la CNMV) las que tienen este poder, aunque estas autoridades deben notificar a la AEVM la actualización de las normativas aplicables a las comunicaciones publicitarias, y recibirán las directrices y recomendaciones de la AEVM. En el último Reglamento, la AEVM ha perdido aún más sus poderes y ahora desempeña principalmente el papel de apoyo, como se desprende de su papel de colaboración o coordinación en la inspección o la investigación que se le solicite, y su tarea esencial es la provisión de normas técnicas reglamentarias, incluyendo las normas técnicas

---

<sup>669</sup> La opinión diferente puede ser el procedimiento o el contenido de una acción u omisión, o la base de criterios objetivos, por ejemplo, si se aprueba la concesión de autorización. Véase el art. 13 bis, apartado 1 del PARLAMENTO EUROPEO, *(Enmienda) Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo Europeo y del Consejo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas COM (2018) 113 final*, cit.

de regulación en el ámbito de la tramitación de la resolución de reclamaciones, de los procedimientos de selección de la participación, de la gestión individualizada de carteras de préstamos, de las medidas sobre mitigación de conflictos de interés, del formulario estándar de solicitud de autorización, del plan de continuidad de las actividades, entre otras normas técnicas.

### **1.3. Restricción del promotor y proyecto**

Dado que el Reglamento no es aplicable a la situación en la que los promotores son consumidores (los créditos o préstamos a los consumidores con fines de consumo no están incluidos en esta norma), el Reglamento establece menos requisitos para los promotores de financiación participativa.

Un requisito que tiene como destinatarios únicamente a los promotores es el de la diligencia debida. En este sentido, en el art. 5 bis de la Enmienda, solo se requiere al proveedor un nivel mínimo de diligencia con respecto al promotor, como la comprobación de que el promotor carece de antecedentes penales y de que el proyecto financiado no se encuentra en un país o territorio no cooperativo<sup>670</sup>. Es decir, ni los inversores ni el contenido de los proyectos entran en el ámbito de aplicación de la exigencia de “debida diligencia”.

El último tipo de financiación excluido es el proyecto, cuyo importe de la oferta de un proyecto de financiación participativa supera una cantidad de euros y que la Propuesta de 2018 fija en un millón de euros por oferta en un plazo de doce meses. En comparación con la limitación de 5 millones o 2 millones de euros en España, los proyectos obtienen menos financiación a través del proveedor europeo. El Comité Económico y Social Europeo también opina que el umbral de un millón de euros es demasiado bajo, especialmente en

---

<sup>670</sup> El Reglamento elimina el requisito de diligencia debida en cuanto a si el promotor cumple efectivamente las normas fiscales del art. 5.

el caso de que las participaciones puedan servir de garantía para los inversores.<sup>671</sup> Así que en el proyecto de informe de 2018, se han introducido varios cambios, uno de los más significativos es proponer un umbral más elevado, de 8 millones de euros, y en el último Reglamento se modifica este límite a 5 millones de euros. Al mismo tiempo, se desprende que no se prevé ningún límite concreto de inversión por proyecto en el Reglamento para los inversores, tan sólo se establece que las plataformas deben ofrecer a los inversores la posibilidad de simular su capacidad de soportar pérdidas, calculada en un 5% de su patrimonio neto a partir de la consideración de los ingresos regulares y el total de ingresos, activos y compromisos financieros, o simplemente 1000 euros. Esta simulación tampoco impide la posibilidad de inversión de cualquier inversor siempre y cuando el proveedor le envíe una advertencia de riesgo, así como que el inversor haya manifestado su consentimiento expreso y entendimiento del riesgo y de la inversión. Se establece únicamente el límite de 5 millones de euros como suma del importe total de las ofertas de inversión, préstamos en financiación participativa y las ofertas de valores negociables realizadas al público en su condición de oferente.

#### **1.4. Medidas de protección de los inversores**

Igual que en España, en el Reglamento los inversores también se dividen en inversores experimentados o no, pero existen más categorías de inversores, como la de inversor e inversor potencial y la clasificación de inversor de proyecto normal e inversor de préstamos específico. La experiencia previa de inversión y la comprensión de los riesgos determinan la calificación como inversor experimentado o no; la realización de inversión en la plataforma o no es el estándar que sirve para diferenciar entre el inversor potencial y el inversor, y los inversores de forma de préstamo de gestión individualizada de carteras tienen unas protecciones diferentes.

---

<sup>671</sup> Véase Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros, 3.20.

La clasificación en el Reglamento parece más detallada, pero la mayoría de los contenidos de la protección son iguales a los de la LFFE. Por ejemplo, los inversores no experimentados pueden realizar una inversión superior a 1000 de euros o del 5% del patrimonio neto, siempre que el proveedor haya emitido la advertencia de riesgo y el inversor manifieste su consentimiento expreso y demuestre el entendimiento de la inversión y el riesgo; o debe ponerse a disposición de los inversores potenciales ficha de datos fundamentales. La especialidad aquí se refiere al inversor del proyecto automatizado, en cuyo caso la protección se inclina a proyectarse en la relación entre el proveedor y el inversor en vez de entre el inversor y el promotor, así que la protección se centra en la provisión de información y en el mecanismo de formalización de la cartera.

El Reglamento establece un mecanismo especial- el período de reflexión precontractual-, y un mecanismo normal- deberes de información-, para facilitar una protección específica a tipos diferentes de inversor. Los explicamos con más detalle en el siguiente apartado.

#### 1.4.1. Período de reflexión precontractual

Conforme a la estrategia de protección de consumidores de servicio de financiación de la Unión Europea,<sup>672</sup> el art. 22 del Reglamento menciona un instrumento parecido al régimen de impedimento del Reino Unido, lo cual es el período de reflexión precontractual, pero se dirige únicamente al inversor no experimentado potencial. En este período, los inversores podrán revocar su oferta de inversión o de expresión de interés, sin necesidad de justificar

---

<sup>672</sup> Véase Directiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores y por la que se modifican la Directiva 90/619/CEE del Consejo y las Directivas 97/7/CE y 98/27/CE (*Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, 9 de octubre de 2002, núm. 271, p. 16-24), se aplica a las plataformas de financiación participativa y a los contratos a distancia relativos a la venta de bienes y a la prestación de servicios y también la Directiva de consumidor, que es Directiva 2011/83/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2011, sobre los derechos de los consumidores, por la que se modifican la Directiva 93/13/CEE del Consejo y la Directiva 1999/44/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se derogan la Directiva 85/577/CEE del Consejo y la Directiva 97/7/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (*Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, 22 de noviembre de 2011, núm. 166, p. 260-284). En estas Directivas, el derecho de desistimiento es el “corazón”, véase M. G. GUTFLEISCH, “Crowdfunding and initial coin offerings under the EU legal framework”, *European Company Law Journal*, vol. 15, 3, 2018. p. 75

su decisión y someterse a ninguna sanción.

El período de reflexión empieza en el momento de la oferta de inversión o la expresión de interés y expira al término de cuatro días naturales. Aunque no se especifica la relación entre este período y el período de la convocatoria del proyecto, el apartado 1 del mismo artículo señala que las condiciones de la oferta seguirán siendo vinculantes hasta: a) la fecha de expiración de la oferta publicada con anterioridad; o b) la fecha en que se alcance el objetivo de financiación o financiación máxima. Por lo tanto, la situación puede ser: a) si el inversor revoca su oferta después de la expiración de la oferta, el resultado es que el importe del proyecto no alcanza el objetivo; b) si el inversor revoca su oferta después de que se supere el objetivo de financiación, la situación que se genera es un poco especial porque todavía no expira la oferta, por lo que el proyecto puede reiniciar su convocatoria hasta que caduque el período establecido o que supere otra vez el límite. En ambos casos, los proyectos se enfrentan al eventual fracaso de la convocatoria debido a la revocación en el último minuto, motivo por el cual el Reglamento permite únicamente “cuatro días” para tener un resultado firme cuando antes posible. Además, el Reglamento no señala el requerimiento de “fracaso” de convocatoria, es decir, el abandono de la inversión no va a afectar el éxito o no del proyecto, de manera que así se reduce en gran medida el efecto negativo del período de reflexión para los promotores.

El Reglamento establece más requisitos con el fin de asegurar que los inversores no experimentados tengan el conocimiento suficiente de su derecho. Por ejemplo, se requiere que la plataforma facilite la información de período de reflexión inmediatamente al inversor antes de la comunicación de la oferta de inversión o manifestación de interés de inversión, y comunique inmediatamente al inversor después de la recepción de la oferta, así como la plataforma está obligada a incluir al menos las mismas modalidades en las que el inversor proponga su oferta o manifestación de interés en las modalidades de revocación. A estos efectos, los inversores pueden tener una “alerta” de su derecho y una vía más fácil de ejecutar su derecho.

En principio, el período de reflexión puede ayudar a los inversores actuar con mayor precaución en su inversión, pero el derecho de revocación también puede ser un instrumento de manejo para los proyectos porque posibilita que las personas inviertan en un proyecto para atraer más inversores y después aprovechen el derecho de revocación, es decir, una manipulación de información.<sup>673</sup> Por lo tanto, cómo realizar una limitación de sujeto de inversor no experimentado para mitigar la posibilidad de manipulación por parte de la plataforma es una cuestión que debería abordarse.

#### 1.4.2. Deberes de información

Otro servicio que goza de gran importancia es el suministro de información con la finalidad de casación de contratos. En vez de decir que se trata de un servicio, es mejor adoptar la expresión “deber” porque uno de los objetivos que tiene es equilibrar la asimetría de información entre los promotores y los inversores. En este sentido, el proveedor debe proporcionar toda la información en materia de las comunicaciones publicitarias, los costes y las cargas de los servicios o las inversiones, los criterios de selección de proyectos, la naturaleza y los riesgos asociados al servicio de financiación participativa, sobre todo, las informaciones sobre el proveedor. Además del contenido del deber de información, el Reglamento requiere que la forma de presentarla sea la creación de una sección especial, con claridad en el sitio web de la plataforma para la divulgación no discriminatoria, con una descripción clara, comprensible, completa y correcta de la información. Además, se hace hincapié en que todos los clientes y clientes potenciales<sup>674</sup> puedan obtener estas

---

<sup>673</sup> Véase M. MEOLI; S. VISMARA, “Information manipulation in equity crowdfunding markets”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 67, 2021, Elsevier B.V, p. 1, 16.

<sup>674</sup> En la última Enmienda de Propuesta del Reglamento, se ha eliminado la expresión de “clientes potenciales” en la diferencia de provisión de información. Existen dos explicaciones para esta modificación: en primer lugar, los clientes potenciales no están sujetos a la divulgación de información; en segundo lugar, los clientes y los clientes potenciales reciben el mismo trato. Preferimos adoptar la segunda explicación debido a que la publicación en la página web se destina a una cantidad indeterminada de la población, que no debe ser clientes del proveedor. Sin embargo, el trato indistinto, a lo mejor, resultará en otros problemas, por ejemplo, el riesgo de infracción de la propiedad intelectual del promotor al hacer público su plan de negocio. El Reglamento señala directamente que el cliente se refiere a “*todo inversor o promotor de proyectos real o potencial*”.



informaciones, es decir, se debe asegurar la igualdad de trato no solo entre clientes, sino también entre clientes y clientes potenciales.

Un nuevo tipo de información a divulgar es la tasa de impago, tal como se regula en el Reino Unido; esto es, los proveedores deben hacer públicas las tasas de impago anualmente, durante al menos 36 meses y cumplir con unos requisitos más detallados por parte de la AEVM, pero dicha divulgación solo tiene lugar cuando el proveedor facilita la concesión de préstamos. También deben hacerse públicos los impagos de los contratos de crédito en los últimos 5 años, cuando la cartera de préstamos esté gestionada por el proveedor, que se dirige únicamente al inversor de la cartera.

Además de la información en materia del funcionamiento de financiación, otra información relevante es la de advertencia. En España, la advertencia se divide en tres categorías: la información básica sobre el promotor, la información relativa a los proyectos y la declaración o advertencia necesaria que incluye el riesgo de no ser supervisado por las entidades autorizadas competentes para los proyectos de financiación participativa, el riesgo de pérdida de la inversión y el riesgo de no ser compensado por las garantías nacionales. El Reglamento también adopta esta estructura de advertencia pero hace hincapié en la solicitud de ser inversor experimentado, la publicación de anuncios de la compraventa en tablón de anuncios y el uso de fondo de contingencia. Lo más especial del Reglamento es la redacción de esta ficha.

Cabe señalar que el Reglamento parte de la base de que todos los proveedores que ofrecen el servicio de financiación participativa requiere: en primer lugar, que redacten la información en al menos una de las lenguas oficiales de la Unión Europea o en una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales al ofrecer la posibilidad de traducirla a la lengua elegida por el inversor; en segundo lugar, que redacten de forma clara, comprensible, completa y correcta; en tercer lugar, que la ficha no pueda tener notas a pie de páginas, salvo las referencias a la legislación vigente, en el caso de la impresión, no

puede superar las 6 caras de papel en tamaño A4; en cuarto lugar, que se presente en un soporte duradero y autónomo.

A estos efectos, los requisitos sobre la forma de presentación de la información son más detallados en el Reglamento, e incluso se establece la longitud máxima del expediente para evitar una abundancia de información para los inversores.

### **1.5. Responsabilidad del proveedor**

El art. 39 del Reglamento establece una lista de infracciones sancionables como lo son la infracción de la gestión eficaz y prudente, del requisito de diligencia, del deber de información, entre otras obligaciones.

Acerca de la obligación de facilitar informaciones a los inversores, el Reglamento, en comparación con la LFFE, proporciona un nivel más detallado. En la Propuesta, se obliga al proveedor a asumir la correspondiente responsabilidad si existe “*omisión (sustancial), error (material) o inexactitud (grave) en la ficha de información esencial*” (art. 16.6), el promotor o el proveedor tiene que complementar o modificar estas informaciones, a defecto de estas modificaciones representa una paralización de la convocatoria. Las palabras entre paréntesis han sido suprimidas por la nueva Enmienda a la Propuesta de Reglamento y el Reglamento, entendemos que este cambio indica una responsabilidad mayor en la entrega de la ficha de información. Adicionalmente, la responsabilidad se introduce también al proveedor, ya que tiene la obligación de comprobar la veracidad del contenido.

Acerca de las medidas concretas de sanciones, la responsabilidad consiste principalmente en el cese de la infracción, la imposición de multas o multas coercitivas, la emisión de un aviso o advertencia. Sin embargo, como el Reglamento y la Enmienda han cambiado las funciones de la AEVM, las autoridades encargadas de ejecutar las sanciones han pasado a ser las autoridades nacionales. Aunque corresponde a la autoridad competente fijar las

sanciones administrativas y otras medidas apropiadas, las infracciones y las sanciones se mantienen principalmente en los tipos que hemos indicado.<sup>675</sup> Además, el juicio de responsabilidad, según el art. 40 del Reglamento, debe considerar la duración y frecuencia de la infracción, el resultado, la intención o negligencia, el grado de responsabilidad de la persona responsable, la solvencia financiera, la consecuencia para los inversores minoristas, los beneficios obtenidos, las infracciones cometidas con anterioridad, así como las medidas adoptadas de remedio, y deja abierta la posibilidad de que las autoridades competentes adopten las medidas correspondientes a la legislación nacional.

Puesto que el proveedor proporciona un servicio transfronterizo, no podemos olvidar que las sanciones también tienen efecto en varios países, por lo que normalmente la ejecución de las sanciones administrativas implica la colaboración con otras autoridades. Todas las sanciones son publicadas por estas autoridades, mientras que la AEVM solo dispone de una base de datos con estas informaciones de sanción con acceso limitado a los sujetos competentes.

## **2. EL RETO DE LA REVOLUCIÓN DIGITAL**

La nueva tecnología nos ha traído la plataforma digital, la economía digital y hasta ahora, tenemos la financiación participativa a través de la plataforma, fruto de la combinación de estas dos cosas. La tecnología y la economía han avanzado conjuntamente y se ha materializado una integración de ambas en profundidad, dando como resultado nuevos escenarios como el internet de las cosas “IoT” (*Internet of Things*), o la aparición de “Fintech” como la combinación de financiación y tecnología.

---

<sup>675</sup> La multa pecuniaria ha cambiado un poco según la nueva Enmienda de Propuesta de Reglamento, en el caso de persona física, puede imponer multas pecuniarias máximas del 5% del volumen de negocios mientras que cuando pueda determinarse el importe del beneficio derivado de la infracción, podrá pedir una multa del doble de este importe. Véase el art. 27 bis, apartado 2, letra e) de la Enmienda de Propuesta de Reglamento.

Cuando una nueva tecnología o modalidad de economía aparece en nuestra vida surge también la inseguridad jurídica, la brecha digital, la posibilidad de fraude a través de los *hackers*, lo cual repercute en la expansión de la tecnología,<sup>676</sup> y motiva que el legislador, en general, tienda a adoptar una actitud de precaución. Partiendo de la revolución digital, se observa la existencia de situaciones en las que es necesario reformar las leyes o simplificar ciertas cuestiones o, además, adoptar nuevas normas dirigidas a nuevas situaciones que aún no están reguladas por las normas actuales.<sup>677</sup> Todo esto refleja una tendencia de la digitalización de la economía, especialmente de la economía de la plataforma, que consiste en la adaptación precisa de la normativa a la nueva situación creada. Cómo adaptar la LFFE a la emergencia de nuevas tecnologías es un tema importante en el futuro y merece nuestra investigación. Los representantes de la *Fintech* son el *Blockchain* y el concepto de criptomoneda, por lo que los tomamos como ejemplo a continuación para discutir sobre el posible efecto o influencia a la financiación participativa.

## **2.1. Una nueva forma de intermediación: *Blockchain***

### 2.1.1. Teoría básica del funcionamiento de cadena de bloques

En los últimos dos años, la expresión de la moneda virtual, la conexión directa sin agencia y el contrato inteligente aparecen cada vez con más frecuencia en nuestra vida, y la palabra acompañada es *Blockchain*, que es un mecanismo abierto y transparente para todos los

---

<sup>676</sup> Véase C. PIÑEIRO; R. SURIÑACH; J. L. K. FERNÁNDEZ CASADEVANTE, “Entre el mercado y la cooperación social. Luces y sombras de las prácticas de consumo colaborativo”, *Revista Española de Sociología*, vol. 26, 1, 2017. p. 15.

<sup>677</sup> Véase A. DE FRANCESCHI, “European contract law and the digital single market: Current issues and new perspectives.”, en *European contract law and the digital single market: Implications of the Digital revolution*, Intersentia, Cambridge, 2016. p.3-4; S. NASARRE AZNAR, “Naturaleza jurídica y régimen civil de los «tokens» en «blockchain»”, en *La tokenización de bienes en blockchain. Cuestiones civiles y tributarias*, 2020., p. 64.

usuarios en su mundo y de ahí que pretende acabar con los intermediarios<sup>678</sup> y las autoridades<sup>679</sup>.

*Blockchain* o *chain of blocks*<sup>680</sup>, cadena de bloques o tecnología distribuida en español, en el fondo, es una base de datos colaborativa para guardar datos o informaciones, en la que tienen las características como “inmutabilidad” (no se puede falsificar datos), “dejar huellas” (cada negocio queda registrado), “anónimo y transparente” (cada negocio puede encontrar su origen por el público, pero no conoce el origen ni el destinatario), “supervisar por el público” (todas las personas pueden recibir el libro de registro), entre otras particularidades, por las que se inventa una base de confianza y un mecanismo de colaboración automática por medio de algoritmo, o sea, “*lex cryptographica*”<sup>681</sup>, en vez de normas legales en el mundo digital. Por lo tanto, se forma una comunidad independiente de negocio con un algoritmo de encriptación (protocolo) que se deriva del supuesto de que las personas pueden comunicarse e interactuar entre sí de forma totalmente anónima con la informática, declarado por Timothy May.<sup>682</sup> Este sistema abandona el sistema de gobernanza actual cuyo enfoque radica en gran medida en las instituciones y los sistemas burocráticos basándose en las leyes y la jerarquía de la sociedad.<sup>683</sup>

---

<sup>678</sup> Véase I. SÁNCHEZ RUIZ DE VALDIVIA, “La protección de los usuarios en los servicios prestados por las plataformas de financiación participativa de préstamo”, en Antonio Ortí Vallejo, Gemma Rubio Gimeno (eds.) *Propuestas de regulación de las plataformas de Economía Colaborativa: perspectivas general y sectoriales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2019. p. 255.

<sup>679</sup> La moneda es reconocida como el poder de un Estado, lo que Murray N. Rothbard expresa el rechazo de las formas de poder centralizadas como el Estado y a favor de un mercado totalmente libre y de la propiedad privada, es decir, un “anarco-capitalismo”. Véase M. N. ROTHBARD, “What’s wrong with liberty poll; or, how I became a libertarian”, *Liberty*, 1988. p.53.

<sup>680</sup> En el texto original, se utiliza la expresión “*chain of blocks*” que es más figurativa por su forma de funcionamiento.

<sup>681</sup> P. DE FILIPPI; A. WRIGHT, *Blockchain and the law: The rule of code*, Harvard University Press, London, 2018., p. 99.

<sup>682</sup> Véase BIT2ME, “Manifiesto Criptoanarquista”, fecha de consulta 3 diciembre 2020, en <https://blog.bit2me.com/es/manifiesto-criptoanarquista>.

<sup>683</sup> Véase P. DE FILIPPI; A. WRIGHT, *Blockchain and the law: The rule of code*, cit., p. 6.

A través de este concepto más general, hallamos que se han eliminado dos componentes más significativos en el mecanismo de la financiación participativa, la plataforma y la autoridad competente. Es decir, para la transmisión de derechos o propiedades, no es necesario el proceso de elevar a público el contrato o la inscripción en un registro, sino que la cadena de bloque posibilita la realización de transmisiones entre sujetos, lo cual implicará un cambio de paradigma en la contratación. Junto a los beneficios que comporta la aparición de esta nueva tecnología, no podemos dejar de preguntarnos, ¿la financiación participativa regulada en la LFFE no va a funcionar en la época del *Blockchain*? Antes de responder a esta pregunta, veamos primero el origen y los principios de la nueva tecnología.

Aunque en el proceso de intercambio de informaciones digitales, el mecanismo de “registros distribuidos”, la “transacción entre personas (P2P)”, el mecanismo de “consentimiento”, y el “algoritmo de encriptación” son los más destacados, el sistema de cadena de bloque se basa, de hecho, en el registro distribuido, que permite hacer públicas todas las informaciones, de manera que el público sustituye el papel de la autoridad o del intermediario. Nos detendremos en una explicación más detallada del funcionamiento de este sistema, pero sin entrar en el ámbito puramente matemático (por ejemplo cómo se calculan los datos o cálculo de *Hash*)

En primer lugar, podemos dividir a los usuarios del sistema en dos grupos: los usuarios normales y los registradores (mineros). Todos los usuarios pueden realizar el intercambio de productos o servicios en el sistema, utilizando principalmente la *criptomoneda* (moneda virtual), y tienen la posibilidad de convertirse en registradores de las informaciones de negocio, es decir, los usuarios pueden ser registradores al mismo tiempo. Para convertirse en usuarios registradores, deben utilizar su ordenador o máquina para “luchar” por la única posibilidad de ser registrador de un bloque (muy pocas veces ocurre el doble registrador) porque el tema de matemáticas es bastante difícil.

Los usuarios pueden transmitir, por ejemplo, dinero, entre sí, pero para que se verifique la validez del negocio, tienen que realizar la publicación o anuncio al resto de la web. A través de la publicación de la información al público, todos los usuarios pueden saber que el usuario A transfiere 10 monedas al usuario B a las 14:00 del 3 de marzo de 2020, por ejemplo. De este modo, B no puede negar haber recibido el dinero y A no puede pretender tener 10 monedas más.

Para verificar que este anuncio es realmente publicado por A, el usuario A tiene que hacer dos cosas más. Al entrar en el sistema de negocio, cada usuario tiene dos claves, una se llama "clave privada" y la otra se llama "clave pública" para identificarse, ambas son unos datos informáticos. La clave privada se utiliza para codificar una información, se reconoce como una firma privada; en cambio, la clave pública se utiliza para descodificar esta misma información con una contraseña. Ahora bien, cuando el usuario A pretende realizar el intercambio, tiene que hacer pública la información de transmisión, la clave pública y la contraseña. Por lo que el registrador puede verificar si la clave pública y la contraseña dan como resultado la misma información que coincide con la información pública del usuario A. Por este medio, el público puede saber si esta información es emitida por el usuario A. Si no coincidieran estas dos informaciones, el registrador se negará a memorizar estos datos, por lo que no se revelan en el siguiente bloque de la cadena.

Los registradores desempeñan aquí un trabajo de gran importancia: registrar los datos del negocio para que se guarden en la cadena continua y en un soporte duradero. Sin embargo, con el fin de asegurar que los datos de negocio sean registrados por una única persona, es decir, para no tener más de un libro de registro, hay que seleccionar un registrador, o sea, un propietario de un bloque. Se diseña una tabla de cálculo difícil para encontrar una persona autorizada. Este proceso depende, en gran medida, de la unidad aritmética de estas personas, lo cual denomina una "prueba de trabajo" (*Proof of Work*). Sobre todo, la dificultad de cálculo garantiza que únicamente cada 10 minutos un registrador tenga derecho a inventar su cadena de bloque y guardar las informaciones de la transmisión. La

intención de la liberación del bloque es que los registradores puedan obtener recompensas del sistema y comisión por cada transmisión registrada en su bloque.

Cada bloque está conectado por un hilo en el orden en que la cabeza del bloque siguiente coincide con el pie del bloque anterior y la cadena es cronológica y universal, así que cada persona puede conocer el origen del negocio, evitando así el pago falso. Esta cadena es casi única, pero como hemos apuntado, existe la posibilidad de que dos registradores tengan solución en el mismo bloque al mismo tiempo, es decir estos dos registradores forman ahora dos paquetes de datos durante estos 10 minutos. En ese momento, se adopta el principio de que quién tiene la cadena más larga es el que tiene el poder de registrar. De este modo, se evita el doble registro y, por tanto, la falsificación en el bloque anterior.

Mediante este mecanismo se solucionan casi todos los problemas provocados por la desconfianza entre desconocidos, incluyendo la autenticidad de los negocios, la privacidad, la verificación, la falsificación de datos. Así que revela el gran potencial que tiene el sistema de registro distribuido entre diversos sujetos.

Lo que explicamos es únicamente el mecanismo básico de esta nueva tecnología de Internet, ya que se pueden añadir muchas funciones en el mecanismo. Actualmente nos encontramos ya en el período denominado como “*Blockchain 2.0*”<sup>684</sup> por la aplicación de esta tecnología a otros campos o áreas, como el certificado de identificación distribuido, la organización autónoma distribuida, entre otras aplicaciones distribuidas denominadas en

---

<sup>684</sup> *Blockchain 2.0* se refiere al uso de la tecnología de cadena de bloques para registrar cosas distintas a las transacciones monetarias considerando que el núcleo de *Blockchain* radica en un registro descentralizado público y un mantenimiento colectivo por parte de una red de participaciones, véase B. SCOTT, “How can cryptocurrency and Blockchain technology play a role in building social and solidarity finance?”, *United Nations Research Institute for Social Development*, 1, 2016. p. 11.



total “DAPP”<sup>685</sup>. El contrato inteligente promovido por Ethereum es un ejemplo típico en este período, que facilita la ejecución de contratos. La cadena de bloques 3.0 en forma de IOTA, Nano o *hashgraph*, en el que se elimina el concepto de bloques y únicamente queda la idea de descentralización, está también en el estudio.

### 2.1.2. Limitación de la tecnología de cadena de bloques

Nos parece inevitable un choque enorme de la tecnología distribuida en el mercado de financiación participativa por sus ventajas natas. La tecnología distribuida atribuye a la conexión real entre las personas porque el registrador no puede ser supervisado o intervenir en los negocios entre particulares; el anuncio al público permite la transparencia de toda la condición financiera antes de la financiación, durante la financiación y la utilización de los fondos recaudados, así que el negocio es totalmente transparente para los inversores, es decir, es una manera de resolver el problema de la asimetría de información; además, la exclusión de la participación de la tercera parte representa que, de nuevo, el coste de transmisión disminuye significativamente no solo el dinero, sino también el tiempo. En este sentido, la financiación en la cadena de bloques es evidentemente un verdadero crowdfunding.

No obstante, esta tecnología también se enfrenta a muchos obstáculos en su desarrollo como las demás tecnologías nuevas, como los aspectos “tecnológicos, de gobernanza, organizativos e incluso sociales”<sup>686</sup>.

---

<sup>685</sup> Se entiende que “[w]hereas Blockchain 1.0 is for the decentralization of money and payments, Blockchain 2.0 is for the decentralization of markets more generally, and contemplates the transfer of many other kinds of assets beyond currency using the blockchain, from the creation of a unit of value through every time it is transferred or divided”, el típico ejemplo del período 2.0 es el denominado “smart contract”. Véase M. SWAN, *Blockchain: Blueprint for a new economy*, O’Reilly, Sebastopol, 2015. p. 9.

<sup>686</sup> I. MARCO; K. R. LAKHANI, “The truth about Blockchain - It will take years to transform business, but the journey begins now”, *Harvard Business Review*, Jan-Feb, 2017., p. 2702.

El primero obstáculo deriva del funcionamiento de la cadena de bloques, especialmente de la dificultad técnica. Por ejemplo, la expansión de IoT se limita al desarrollo de la red 5G;<sup>687</sup> *Blockchain* se basa en una identificación por firma electrónica, mientras que hasta la fecha aún existen numerosos problemas con la viabilidad de la firma electrónica, lo cual resulta de la dificultad de realizar la codificación de datos, por ejemplo la dificultad de asociar una determinada persona o entidad al par de claves para formalizar la firma<sup>688</sup>.

En segundo lugar, el registro distribuido no es el único sistema de registro distribuido en el mundo, es decir, ahora tenemos varios mercados virtuales de criptomonedas, pero el registro de la propiedad en la actualidad no se conecta únicamente al mismo mercado de criptomonedas, así que la obtención de información completa parece ser una utopía al menos de conformidad con la tecnología actual. Adicionalmente, el avance de la tecnología da lugar a *Blockchain* 1.0, 2.0, 3.0 y esta inestabilidad del sistema produce una gran intensificación de la competencia.

En tercer lugar, el conocimiento de los inversores no ha alcanzado un cierto nivel que le soporta una revisión de un proyecto.<sup>689</sup> Una de las tareas principales de la PFP y la CNMV en la financiación participativa es que la plataforma seleccione los proyectos con más certeza de ganancias con su equipo profesional, y la CNMV supervise el buen funcionamiento de la PFP de este proceso. Ahora bien, sin la colaboración de los intermediarios profesionales y la autoridad, los inversores deberían evaluar un proyecto y su promotor totalmente sobre la base de su investigación, lo cual no nos parece práctico ni adecuado, especialmente cuando el negocio se caracteriza por su anonimato, de manera que es fácil perder toda la inversión a causa de un fraude sin que sea posible acceder a la

---

<sup>687</sup> Véase S. NASARRE AZNAR, "Naturaleza jurídica y régimen civil de los «tokens» en «blockchain»", cit., p. 63.

<sup>688</sup> Véase A. MARTÍNEZ NADAL, *Comercio electrónico, firma digital y autoridades de certificación*, Segunda ed, Civitas, Madrid, 2000., p. 64.

<sup>689</sup> Véase S. NASARRE AZNAR, "Naturaleza jurídica y régimen civil de los «tokens» en «blockchain»", cit., p. 67.

persona que lo ha cometido.

En cuarto lugar, la tecnología de *Blockchain* se basa en el consentimiento, pero sin que podamos equipararlo al consentimiento que prestan las partes de un contrato. Este consentimiento tiene tres aspectos: la unificación y coherencia de las informaciones contenidas en las cadenas,<sup>690</sup> los sujetos incluidos en la cadena suponen un mismo tratamiento de la cadena,<sup>691</sup> y por último, y más importante, el reconocimiento del mercado. Sobre todo, se pone de relieve en la consecución de anti-agencia, la forma de asegurar una transmisión inmediata de productos o servicios no puede reflejarse en la cadena de negocio, así que en la actualidad cómo realizar el reconocimiento del mercado de cadena es una cuestión importante. Se crea una cuenta de terceros (*escrow account*) para asegurar una compraventa de productos; sin embargo, la incorporación de terceros se asimila a la agencia en la actualidad, de ahí que se pierda el significado de la introducción de cadena de bloques.

Por último, es difícil llevar a cabo un contrato de emisión o transacción en la cadena de bloques. Por ejemplo, el contrato de préstamos, valores y sus derivados no puede ser completado por la cadena de bloques. Se espera poder desarrollar contratos inteligentes o “*smart contract*” en *Blockchain 2.0* que se ejecuten autónomamente,<sup>692</sup> e impongan

---

<sup>690</sup> Este consentimiento se basa principalmente en la tecnología, por ejemplo, la desaparición de *bitcoin* es un gran terremoto para el mercado y llevó directamente a la quiebra de Mt. Gox. Véase R. MCMILLAN, “The inside story of Mt. Gox, Bitcoin’s \$460 million disaster”, *WIRED*, 2014, fecha de consulta 8 marzo 2020, en <https://www.wired.com/2014/03/bitcoin-exchange/>.

<sup>691</sup> Debido a la escasez de espacio de los bloques para guardar la información, se pretende expandir el tamaño de los bloques en 2017, esta propuesta ha sido cancelada por la falta de consentimiento suficiente. Véase M. BELSHE, “[Bitcoin-segwit2x] Segwit2x Final Steps”, 2017, fecha de consulta 8 marzo 2020, en <https://lists.linuxfoundation.org/pipermail/bitcoin-segwit2x/2017-November/000685.html>. Pero esta propuesta impulsó el precio de *bitcoin*, véase P. VIGNA, “Bitcoin dodges split that threatened its surging price.”, *The Wall Street Journal*, 2017, fecha de consulta 8 marzo 2020, en <https://www.wsj.com/articles/bitcoin-dodges-split-that-threatened-its-surgings-price-1510172701>.

<sup>692</sup> Se trata de una programación de “*if-then-else*”, en la que si se produce un evento o un caso predeterminado, entonces se hace esto u otro, véase S. NASARRE AZNAR, “Naturaleza jurídica y régimen civil de los «tokens» en «blockchain»”, cit., p. 62; P. DE FILIPPI; A. WRIGHT, *Blockchain and the law: The rule of code*, cit., p. 2.

sanciones de forma inmediata según lo regulado, lo cual parece un paso que va más allá del contrato digital. Sin embargo, el contrato inteligente no es fiable en muchas áreas todavía, dado que, en primer lugar, la conexión del mundo virtual y el mundo real aún está en proceso de adaptación, por lo que la ejecución del contrato en el mundo real es difícil de realizar; en segundo lugar, los préstamos son difíciles de garantizar cuando en el plazo límite no existe suficiente depósito en la cuenta esperada; en tercer lugar, la inmadurez de la firma digital hace que la expansión del contrato inteligente sea más difícil.

## 2.2. Nueva forma de inversión: la criptomoneda

Criptomoneda o moneda en virtual, es un concepto que nace junto con el *Blockchain*, cuyo nacimiento es por el *bitcoin*. *Bitcoin* es la primera criptomoneda, esto es, una moneda electrónica anónima y limitada por su cantidad. La idea original produce que se desvincule con el control de los Estados y sus bancos centrales, para que no haya diferencia entre las monedas de los distintos países, por lo que otros países tampoco pueden verse afectados por una política de un solo país. Además, la limitación de la cantidad de moneda en virtual representa que no va a causar inflación, es decir, el dinero va a ser más valorable en el futuro de lo que es ahora.<sup>693</sup> Es decir, la criptomoneda es distinta del dinero virtual que se utiliza mediante el sistema PayPal o pago por Internet, ya que no tiene relación con la moneda oficial, es decir, tiene su valor independiente, cuyo impacto más enorme es para los bancos,<sup>694</sup> como una “fuerza transformadora” según el Banco Central Europeo.

---

<sup>693</sup> Véase S. NASARRE AZNAR, “Naturaleza jurídica y régimen civil de los «tokens» en «blockchain»”, cit., p. 73.

<sup>694</sup> Véase D. Díez GARCÍA; G. GÓMEZ LARDIES, “Díez garcía y Gómez lardies (2017). Banca y bolckchain, ¿pioneros por necesidad?”, en Alex Preukschat, Carlos Kuchkovsky, Gonzalo Gómez Lardies, Daniel Díez García, Íñigo Molero (eds.) *Blockchain: La revolución industrial de Internet*, Centro Libros PAPF, Barcelona, 2017. p. 32-42.

Por ello, sirve de moneda alternativa al dinero oficial emitido y controlado por el Estado, pero también puede ser una herramienta con otros propósitos.<sup>695</sup> Este mecanismo se basa en el artículo «*Bitcoin: A peer-to-peer electronic cash system*»<sup>696</sup> publicado en 2008 por Satoshi Nakamoto. En este artículo, se describe cómo funciona el negocio en la cadena, quién tiene el poder de supervisar su bloque con el cálculo matemático, quién es el dueño del rendimiento otorgado por el éxito de la calculación, etc. En consecuencia, se crea una comunidad entre personas con conexión informática para realizar un negocio.

El comercio de criptomoneda se expandió con muy rápidamente. Así, Mt. Gox,<sup>697</sup> BTC-e,<sup>698</sup> BTCChina,<sup>699</sup> Bitstamp<sup>700</sup> comenzaron a funcionar como bolsas de comercialización de *bitcoin* y otras monedas virtuales. Además, el desarrollo de la red de *bitcoin* fomentó la aparición de nuevos negocios como SatoshiDice, la apuesta de *bitcoin*;<sup>701</sup> la compraventa

---

<sup>695</sup> Véase J. M. ANGUIANO, "Blockchain: Fundamentos y perspectiva jurídica. De la confianza al consenso", *Diario La Ley*, 18, 2018.

<sup>696</sup> S. NEKAMOTO, "Bitcoin: A Peer-to-Peer electronic cash system", 2008, fecha de consulta 2 marzo 2020, en [www.bitcoin.org](http://www.bitcoin.org). El primer éxito de este sistema lo consiguió por Satoshi Nakamoto el 3 de enero de 2009, que es la primera persona de la primera cadena y obtuvo una ganancia de 50 *bitcoin*.

<sup>697</sup> El primer lugar de comercialización de *bitcoin* desde el julio 2010 y abarcó al menos 70% de las transacciones en todo el mundo en los años 2013 y 2014, pero 4 años después, el 25 de febrero de 2014, Mt. Gox informó de la quiebra de la sociedad. Entre la lectura de M. Gox, "Anuncio relativo a una solicitud de inicio de un procedimiento de rehabilitación civil", 2014, fecha de consulta 7 marzo 2020, en [https://www.mtgox.com/img/pdf/20140228-announcement\\_eng.pdf](https://www.mtgox.com/img/pdf/20140228-announcement_eng.pdf); Z. SALGADO, "Mt. Gox: de la magia a la quiebra. Criptonoticias", 2019, fecha de consulta 7 marzo 2020, en <https://www.criptonoticias.com/seguridad-bitcoin/robo-fraude/mt-gox-magia-quiebra/>.

<sup>698</sup> Esta plataforma se constituyó en 2011, pero fue acusada del blanqueo de dinero, así que BTC-e ha sido clausurado desde 2017. Véase COINTELEGRAPH, "Noticias de BTC-e", fecha de consulta 7 marzo 2020, en <https://es.cointelegraph.com/tags/btc-e>; DEPARTMENT OF JUSTICE, "Russian national and Bitcoin exchange charged in 21-count indictment for operating alleged international money laundering scheme and allegedly laundering funds from hack of Mt. Gox", 2017, fecha de consulta 7 marzo 2020, en <https://www.justice.gov/usao-ndca/pr/russian-national-and-bitcoin-exchange-charged-21-count-indictment-operating-alleged>.

<sup>699</sup> BTCC se fundó en junio de 2011 en China y, hasta ahora, es la plataforma digital de mayor duración del mundo, véase BTCCHINA, "Introducción de BTCCHINA.COM", fecha de consulta 7 marzo 2020, en <https://www.btchina.com/pastmemory.html>.

<sup>700</sup> Bitstamp tiene su sede en Luxemburgo y permite un servicio de venta y compra de bienes virtuales o digitales, véase BITSTAMP, "Terms of use", fecha de consulta 7 marzo 2020, en <https://www.bitstamp.net/terms-of-use/lt/>.

<sup>701</sup> Véase SATOCHIDICE, "Rules", fecha de consulta 8 marzo 2020, en <https://satoshidice.com/rules>.

de Asic Miner, un circuito integrado para aplicación específica (*Application-Specific Integrated Circuit*) cuyo negocio principal es la venta de máquina de los registradores. Hasta ahora, *bitcoin* se ha ido apartando cada vez más de la cadena de bloques y se ha convertido en un concepto independiente. Por ejemplo, ahora se crean Litecoin (LTC), ETH, Dash, Zcash como moneda sustituta.

No obstante, una moneda controlada por el algoritmo y sin la intervención del gobierno es una utopía, las lagunas de la tecnología hacen que sea fácil de manejar,<sup>702</sup> el capitalismo de mercado de moneda resulta en que su valor sea fluctuante<sup>703</sup>. Además, la incorporación de criptomoneda en la cadena de bloques no solo comporta problemas relativos al derecho de propiedad o el del riesgo fuera de la cadena, sino que también requiere una reestructuración del sistema jurídico actual. Debido a esta situación, hasta ahora, este tipo de moneda es más utilizado en procesos ilegales de pago, puesto que, lógicamente, prefieren una modalidad anónima de pago<sup>704</sup>.

### 2.3. Desafío regulatorio sobre *Fintech* - ICO

A menudo se hace referencia a la necesidad de adaptarse a la nueva tecnología, como es el caso del *Fintech*. En este sentido, el Informe 2018 de la Propuesta de Reglamento indica que es una oportunidad de establecer mecanismo para regular las ofertas conocidas como “*Initial Coin Offering*” (en adelante, ICO), si bien el Reglamento oficial no aborda aún las

---

<sup>702</sup> Véase N. GANDAL; J. T. HAMRICK; T. MOORE; T. OBERMAN, “Price manipulation in the Bitcoin ecosystem”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 95, 2018. p. 86-87. Mt. Gox tiene dos operaciones que afectaron 600 mil *bitcoin* en 2013, lo que aumentaron significativamente el precio de la moneda, desde 150 dólares hasta 1000 dólares.

<sup>703</sup> Véase B. SCOTT, “How can cryptocurrency and Blockchain technology play a role in building social and solidarity finance?”, cit. p. 4.

<sup>704</sup> Véase S. FOLEY; J. R. KARLSEN; T. J. PUTNINŠ, “Sex, drugs, and bitcoin: How much illegal activity is financed through cryptocurrencies?”, *The Review of Financial Studies*, vol. 32, 5, 2019. p. 1800. En este artículo, se menciona que el 25% de los usuarios y el 44% del negocio mediante *bitcoin* están relacionados con las actividades ilegales.

ICO.<sup>705</sup>

El *Fintech*, en general, se refiere a la combinación de instrumento financiero y la tecnología avanzada. La barrera de este tipo de regulación es que, por una parte, los académicos del derecho carecen de conocimientos profesionales sobre algoritmos, por lo que no es fácil conocer los problemas potenciales de una tecnología, especialmente si se mezcla con el sector económico; por otra parte, la actualización de tecnología es tan rápida que no es posible tener las normas actualizadas.

La teoría del “acelerador financiero” hace referencia al hecho de que la incorporación del factor financiero tiene un efecto acelerador sobre los resultados negativos pequeños, agravando así la consecuencia de los fallidos pequeños.<sup>706</sup> Además, la financiación es tan frágil que se ve fácilmente afectada por cosas relevantes, por lo que una vez se produce un supuesto de fracaso en el sistema financiero, se contagia a otras entidades y provoca entonces un gran terremoto en el mercado y un riesgo sistemático. Por ello, será necesario conocer en qué aspectos *Fintech* podría afectar al mercado.

*Blockchain* y criptomoneda en la época de *Fintech* han desarrollado más productos novedosos, como el activo virtual (*criptoassets* en inglés) que está actualmente en debate en muchos países. El activo virtual supera la idea de crear una moneda de mercado o sustituir la moneda en curso legal de cada país y busca una solución para encontrar una “forma digital” de representar un activo en un proyecto o una actividad. De ahí que se deriva la oferta inicial de monedas (ICO)<sup>707</sup>, considerada como una forma de crowdfunding + oferta

---

<sup>705</sup> Véase Exposición de Motivos de la Enmienda 11bis, 15bis; Consideración (15) del Reglamento.

<sup>706</sup> Este concepto fue elaborado por Bernanke, B en 1996, se alude a que “*large fluctuations in aggregate economic activity sometimes seem to arise from seemingly small shocks*”. Véase B. BERNANKE; M. GERTLER; S. GILCHRIST, “The financial accelerator and the flight to quality”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. LXXVIII, 1, 1996. p. 1.

<sup>707</sup> Véase BITCOINMAGAZINE, “What is an ICO?”, fecha de consulta 23 marzo 2020, en <https://bitcoinmagazine.com/guides/what-ico/>.

pública de venta (*Initial Public Offering*, en adelante, IPO), y hasta la fecha existen miles proyectos en marcha o ya finalizados.<sup>708</sup> En los EEUU, la SEC ha declarado que ICO está incluida en el marco jurídico del mercado de valores<sup>709</sup> y de este modo se encuentra bajo la supervisión de la SEC,<sup>710</sup> pero mantiene la posición de estudiar caso por caso<sup>711</sup>.

Cabe aclarar que *token* es un tipo de activo virtual diferente al *bitcoin* ya que el *token* puede ser una criptomoneda (*currency tokens*), o sea un tipo de “valor” (*security tokens*) que puede consistir en acciones, participaciones, un contrato, una entrada o cualquier otra cosa real, en función de los estándares diferentes, o sea un poder de disfrutar un servicio o acceder a los bienes (*utility tokens*), o sea una parte de un bien (*asset tokens*);<sup>712</sup>. Por ello, *token* es un término<sup>713</sup> con una extensión más amplia y profunda. En los proyectos de ICO, *bitcoin* o *ethereum* sean los activos virtuales más utilizados para comprar *token*.

---

<sup>708</sup> Véase ICOHOLDER, “ICO listados”, fecha de consulta 23 marzo 2020, en <https://icoholder.com/es/icos/all?isort=r.general&idirection=desc&page=1>.

<sup>709</sup> Véase D. C. ZINMAN; J. Q. WALKER; M. WINTERKORN MEYERS; W. O'BYRNE, “SEC ISSUES WARNING TO LAWYERS ON ICOs”, BLOOMBERG LAW, 2018, FECHA DE CONSULTA 26 MARZO 2020, EN <HTTPS://NEWS.BLOOMBERGLAW.COM/BUSINESS-AND-PRACTICE/SEC-ISSUES-WARNING-TO-LAWYERS-ON-ICOS>.

<sup>710</sup> Véase F. D. DE MARTINO; S. D. KLEIN; M. ELYSE GOODMAN, “Do you want to launch an ICO? Please, listen to the SEC”, *Morrison Foerster*, 2018, fecha de consulta 26 marzo 2020, en <https://www.mofo.com/resources/insights/180131-ico-sec.html>.

<sup>711</sup> Véase S. Nasarre Aznar, “Naturaleza jurídica y régimen civil de los «tokens» en «blockchain»”, cit., p. 69.

<sup>712</sup> Existen varias clasificaciones de los *tokens*. Thomas Euler los divide según cinco dimensiones: el propósito, la capa técnica, la utilidad, la condición legal, así como su valor, por lo que existen *tokens* como *Network tokens*, *hybrid tokens*, *investment tokens*, *usage tokens* y *asset-backed tokens*. véase T. EULER, “The token classification framework: A multi-dimensional tool for understanding and classifying crypto tokens”, *Untitled INC*, 2018, fecha de consulta 30 marzo 2021, en <http://www.untitled-inc.com/the-token-classification-framework-a-multi-dimensional-tool-for-understanding-and-classifying-crypto-tokens/>.; el académico Carol Goforth considera que la clasificación mencionada es complicada, y adopta la división solo entre *true virtual currencies*, *utility tokens* y *security tokens*, véase C. GOFORTH, “Securities treatment of tokenized offerings under U.S. law”, *Pepperdine Law Review*, vol. 46, 3, 2019., p. 427-437; Philip Hacker y Thomale Chris piensan que los *tokens* pueden tener un tipo puro de *currency*, *investment* y *utility*, así como los tipos híbridos entre estos tres tipos, véase P. HACKER; C. THOMALE, “Crypto-Securities eegulation: ICOs, token sales and cryptocurrencies under EU financial law”, cit., p. 670 y ss.

<sup>713</sup> *Token* es también una terminología general, cada plataforma tiene su propio *token*, dándole un contenido diferente, como, por ejemplo, el DAO es un tipo de *token*.



En la ICO, la mayoría de los países no disponen de una regulación clara y específica aún.<sup>714</sup> En comparación con la IPO, la ICO es más fácil de realizar. Los criterios para que una empresa salga a bolsa son rígidos. El proceso de IPO suele tardar muchos años, como en China siempre se requiere el estado de beneficio de los últimos 3-5 años, y después de la IPO, se enfrenta a un requisito estricto de publicación anual. Por el contrario, hasta ahora, ICO está en la “zona gris”<sup>715</sup>, por lo que los proyectos solo deben cumplir con el estándar técnico de ERC 20<sup>716</sup> para poder recaudar fondos en el público, y lo más peligroso es que muchas ICO entran en funcionamiento antes de que el eventual *token* funcione. Es decir, es como una pre-compra de productos o participaciones de un proyecto con una sola idea sin verificación de la viabilidad de este proyecto. Eso ha provocado el resultado fallido de la

---

<sup>714</sup> Véase S. NASARRE AZNAR, “Naturaleza jurídica y régimen civil de los «tokens» en «blockchain»”, cit., p. 64; EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Initial coin offerings and crypto-assets*, 2019. p. 36-39.

<sup>715</sup> Véase G. PRISCO, “2019: The year of the security token offering (STO)?”, *Chainrift Research*, 2019, fecha de consulta 26 marzo 2020, en <https://medium.com/chainrift-research/2019-the-year-of-the-security-token-offering-sto-bb52a09d0701>.

<sup>716</sup> ERC-20 es el acrónimo para “*ethereum request for comment*”, es decir, de Ethereum. Ethereum es la cadena de bloques que soporta la moneda ethereum y es la plataforma más popular en el mercado de “*smart contract*”. ERC-20 es el protocolo para crear *tokens* en Ethereum, mediante el cual los promotores redactan un libro blanco, tal y como exige ERC-20, para poder emitir *tokens* al público. Véase P. Hacker; C. Thomale, “Crypto-Securities eegulation: ICOs, token sales and cryptocurrencies under EU financial law”, cit., p. 656.

mayoría de los proyectos<sup>717</sup> y que los inversores hayan perdido toda su inversión.<sup>718</sup>

Además, el exceso de dependencia en la tecnología y en el algoritmo hace que el riesgo de colapso del sistema de *token* aumente considerablemente, la vulnerabilidad del sistema informático como el ataque de hackers<sup>719</sup> es, actualmente, un problema inevitable. En este caso, si no se reconoce el valor material o inmaterial de los *tokens*, no se conoce al sujeto responsable y existe dificultad para tener pruebas, no es posible dotar de una protección suficiente de los inversores.

---

<sup>717</sup> Se analiza que el 50% de las ICO no han recaudado financiación en los años 2017 y 2018, véase S. SETH, “50% of ICOs failed to raise funds since 2017: Report”, *Investopedia*, 2019, fecha de consulta 30 marzo 2021, en <https://www.investopedia.com/news/50-icos-failed-raise-funds-2017-report/>. Acerca de las ICO fraudulentas, por ejemplo, en 2018, SEC de los Estados Unidos suspende la ICO fraudulenta de Blockvest; en 2019 declaró acciones legales contra Eran Eyal por la emisión de *tokens* considerada fraudulenta que recaudó más de 42 millones de euros; en 2020 detectó el fraude de Boon.Tech por la oferta de ICO de 4 millones de euros; en 2021 acusó a tres personas de Bitcoin2Gen por la estafa que promovió dos ICO y defraudó más de 9 millones de euros, Véase SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “SEC stops fraudulent ICO that falsely claimed SEC approval”, 2018, fecha de consulta 30 marzo 2021, en <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-232>; SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “SEC charges founder, digital-asset issuer with fraudulent ICO”, 2019, fecha de consulta 30 marzo 2021, en <https://www.sec.gov/news/press-release/2019-259>; SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Misrepresenting platform technology in fraudulent ICO”, 2020, fecha de consulta 30 marzo 2021, en <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-181>; SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “SEC charges three individuals in digital asset frauds”, 2021, fecha de consulta 30 marzo 2021, en <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-22>.

<sup>718</sup> Véase J. CLAYTON, “Statement on cryptocurrencies and initial coin offerings”, *Securities and Exchange Commission*, 2017, fecha de consulta 12 marzo 2020, en <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>. SEC también ha emitido muchas noticias para llamar la atención al público sobre el riesgo de ICO, véase SEC DIVISION OF ENFORCEMENT; SEC OFFICE OF COMPLIANCE INSPECTIONS AND EXAMINATIONS, “Statement urging caution around celebrity backed ICOs”, *Securities and Exchange Commission*, 2017, fecha de consulta 12 marzo 2020, en <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-potentially-unlawful-promotion-icos>; SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Investor alert: Ponzi Schemes using virtual currencies”, 2013, fecha de consulta 12 marzo 2020, en [https://www.sec.gov/investor/alerts/ia\\_virtualcurrencies.pdf](https://www.sec.gov/investor/alerts/ia_virtualcurrencies.pdf); SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Investor alert: Bitcoin and other virtual currency-related investments”, 2014, fecha de consulta 12 marzo 2020, en <https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-alert-bitcoin-other-virtual-currency>; SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Investor alert: Public companies making ICO-related claims”, *Securities and Exchange Commission*, 2017, fecha de consulta 12 marzo 2020, en [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ia\\_ico-relatedclaims](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ia_ico-relatedclaims).

<sup>719</sup> El famoso asunto de “The DAO”. Véase S. FALKON, “The story of the DAO – Its history and consequences”, *The Startup*, 2017, fecha de consulta 23 marzo 2020, en <https://medium.com/swlh/the-story-of-the-dao-its-history-and-consequences-71e6a8a551ee>.

Considerando que, en los Estados Unidos, muchas ICO son precisamente una forma de emisión de valores, los inversores, especialmente los inversores pequeños (*Main Street investors*) están protegidos por los mecanismos de la IPO, incluyendo entre otros el requisito de registración, el proceso de cotización y la obligación de información. Por ello, lo más importante es responder dos preguntas: ¿cuándo se convierte la ICO en IPO? y ¿es apropiado adoptar el mismo método tanto para la IPO como para la ICO?

Acerca del primer problema, la SEC de los Estados Unidos utiliza últimamente los criterios establecidos en la resolución de la investigación de “The DAO” del 25 de julio de 2017<sup>720</sup> para juzgar si la emisión de *token* es un tipo de “*securities*”.<sup>721</sup> Como hemos indicado, el “valor” definido en la regulación de «*Securities Exchange Act 1934*» contiene el tipo de “contrato de inversión”, por lo que una vez se cumplen los 4 factores de (1) “inversión con dinero”, (2) “dentro de una empresa común”, (3) “tener esperanza de beneficio” y (4) “este beneficio se deriva de los esfuerzos de otras personas”, la emisión de *token* también se considera un tipo de inversión. Concretamente, conforme este criterio, en el caso del mundo virtual: (1) el dinero en la inversión no debe ser “dinero oficial”, sino que también incluye la criptomoneda, es decir, *bitcoin*, ETH; (2) la transmisión de moneda en una empresa común; (3) con la esperanza de obtener un rendimiento; y (4) el esfuerzo para realizar el beneficio

---

<sup>720</sup> Véase SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Report of investigation pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO”, 2017, fecha de consulta 24 marzo 2020, en <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>.

<sup>721</sup> En los últimos años, muchas empresas de cadena de bloque se encontraron condenadas por SEC por la violación de requisito de registración de las ICO utilizando el criterio de “The DAO”. Véase SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “SEC orders blockchain company to pay \$24 million penalty for unregistered ICO”, 2019, fecha de consulta 24 marzo 2020, en <https://www.sec.gov/news/press-release/2019-202>; SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Actor Steven Seagal charged with unlawfully touting digital asset offering”, 2020, fecha de consulta 24 marzo 2020, en <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-42>; SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “ICO issuer settles SEC registration charges, agrees to return funds and register Tokens as securities”, 2020, fecha de consulta 24 marzo 2020, en <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-37>.

en gran medida depende de terceros en lugar de las personas en posesión de *token*.<sup>722</sup> Por lo tanto, la ICO es, en el fondo, un contrato de inversión. En cuanto a la segunda cuestión, el resultado de la aplicación analógica al régimen de la IPO desincentiva los proyectos de ICO<sup>723</sup> porque la mayoría de los proyectos iniciales no cumplen con los requisitos estrictos, por lo que la SEC ahora también está planteando cambiar su posición sobre las restricciones<sup>724</sup>.

---

<sup>722</sup> En el dictamen del caso de “The DAO”, SEC menciona que la forma de inversión no es importante, sino el contenido sustancial, véase U.S. SUPREME COURT, *Tcherepnin v. Knight* (389 U.S. 332), 1967. Así que cuando se evaluó el mecanismo de The DAO, los inversores utilizaron ETH para obtener DAO Token con el fin de obtener beneficios a través de The DAO. Al mismo tiempo, Slock.it y su co-fundador y el comisario tienen un control significativo en el negocio de The DAO ya que tiene poder para determinar en qué proyecto es mejor invertir, es decir, el flujo de fondos de los inversores, y esta decisión afecta al éxito o al fracaso de la empresa “The DAO” a pesar de que los inversores tengan su poder de voto. Véase SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Report of investigation pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO”, cit. p. 11-15.

<sup>723</sup> PwC, *Considering an IPO? The costs of going and being public may surprise you*, 2012. p. 5.

<sup>724</sup> K. JOHNSON, “U.S. securities regulator unveils legal framework for digital coin offerings”, *Reuters*, 2020, fecha de consulta 4 marzo 2020, en <https://www.reuters.com/article/us-usa-sec-digital-assets/u-s-securities-regulator-unveils-legal-framework-for-digital-coin-offerings-idINKBN2002CX>.



## **CAPÍTULO VI. MEJORA EN LA TUTELA JURÍDICA DEL INVERSOR**



Según un estudio estadístico de Luis Miguel Barral, existe una gran desconfianza respecto de las inversiones en las PFP, ya que de la misma se desprende que buena parte de los participantes en la encuesta manifestaron su rechazo a realizar una inversión de este tipo y algunos de los que lo habían hecho, no repetían debido, principalmente, a la sensación de ausencia de garantías de inversión y a las dudas sobre las medidas existentes para mitigar el riesgo de engaño.<sup>725</sup> Cabe señalar que la idea de atraer proyectos de financiación participación o establecer PFP, no debe implicar el sacrificio de la seguridad del mercado del crowdfunding o de la protección de los inversores<sup>726</sup>, sino que debe protegerse la mayor parte del negocio y, paralelamente, imponer menor carga tanto a las PFP como a los promotores.

En la consideración de protección de los inversores,<sup>727</sup> hay que tener en cuenta que el objetivo de moderar el riesgo de la inversión es cierto, pero la función protectora de la regulación no tiene nada que ver con el resultado de la inversión, es decir, tener éxito en todos los proyectos no es el objeto de la disposición de las medidas protectoras. El principio de la protección radica siempre en evitar la utilización de la microfinanciación para recaudar fondos con fines fraudulentos, ya que no hay garantías del proyecto y se corre el riesgo de

---

<sup>725</sup> Véase L. MIGUEL BARRAL; P. BARRAL, "El crowdfunding y los españoles. Una historia de cambio social", 2015, fecha de consulta 24 septiembre 2019, en <https://es.slideshare.net/twomuchrs/el-crowdfunding-y-los-espaoles>. p.16-39.

<sup>726</sup> Autores como Moreno Serrano Enrique, propone que lo más importante es convertir España en un referente mundial del crowdfunding, así que su objetivo consiste en crear una normativa lo más atractiva posible, véase E. MORENO SERRANO, "Cuestiones jurídicas derivadas de la aplicación del «crowdfunding»", cit., p. 259; así, uno de sus supuestos es buscar vías de diferenciación más que límites de inversión o captación de fondos. No obstante, la eliminación de la limitación de la inversión es una simple resolución al tema del desarrollo del mercado de financiación alternativa y al mismo tiempo, perjudica mucho a los intereses de los inversores; en este sentido, no es adecuado este consejo sin indicación de cómo gestionar la falta de protección después.

<sup>727</sup> La protección de consumidores se reconoce como un principio desde la fase de diseño de una normativa y antes de la implementación de la misma. Véase V. M. SÁNCHEZ TORNEL; M. PERONA GUILLAMÓN, "La tecnología como instrumento de la economía colaborativa: sus implicaciones jurídicas", en Rosalía Alfonso Sánchez, Julián Valero Torrijos (eds.) *Retos jurídicos de la economía colaborativa en el contexto digital*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2017. p. 115; M. D. ORTÍZ VIDAL, "La economía colaborativa en la Unión Europea: un fenómeno tan popular como controvertido", cit., p. 89.



no percibir nada como remuneración.<sup>728</sup> En la actualización, queremos proponer cinco mecanismos para la mejora de la tutela jurídica del inversor: 1) aprovechar el mecanismo interno de la plataforma; 2) proteger la protección desde el punto de vista de la asociación de la PFP; 3) precisar el alcance de la supervisión de las autoridades; 4) apoyar con la nueva tecnología; así como 5) proporcionar unas medidas suplementarias practicadas en otras normativas.

## **1. MECANISMO INTERNO DE LA PLATAFORMA DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA**

El estudio de la LFFE y el de otras regulaciones en países diferentes nos lleva a la conclusión de que en todos ellos se comparte la misma idea: la plataforma o la sociedad intermediaria es el corazón del negocio de financiación participativa. En esta parte, pretendemos responder una cuestión: ¿la plataforma ha formado un sistema autorregulado suficiente? Si la respuesta no es afirmativa, ¿qué es la manera factible para tener un mecanismo interno más completo?

### **1.1. Reglamento interno de compañía**

Uno de los documentos obligatorios en la solicitud de la autorización de PFP a la CNMV es el Reglamento Interno de Conducta (en adelante, RIC) de acuerdo con el art. 57 de LFFE. Cabe destacar que la ley no impone estrictamente el contenido del RIC porque, al fin y al cabo, el RIC es un instrumento elaborado voluntariamente<sup>729</sup> por parte del empresario. Por

---

<sup>728</sup> Véase E. MORENO SERRANO, “La instrumentalización del «crowdfunding» mediante la emisión de acciones o participaciones”, en Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González-Serrano (eds.) *Crowdfunding: Aspectos legales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2016. p. 200.

<sup>729</sup> Según la opinión del investigador García-Pita, el RIC un instrumento voluntario no “libre”, Véase J. L. GARCÍA-PITA Y LASTRES, *Plataformas de financiación participativa y “Financial Crowdfunding”*, cit. p. 188. Entendemos que la voluntad representa una voluntad de contenido, de forma de redacción más que de voluntad o libertad de establecer o no el RIC.

ello, la LFFE únicamente establece el objetivo de las disposiciones del RIC, cuyo contenido se centra en materia de los conflictos de interés, por ejemplo la participación de los sujetos relevantes (empleados por título orgánico o laboral) en la financiación instrumentándose en la propia plataforma (art. 55, letra h).

Así, el RIC debe contener normas que ayudan a la compañía a supervisar los conflictos de interés o a “*neutralizar las consecuencias negativas reales*”<sup>730</sup> de estos conflictos protegiendo principalmente el principio de neutralidad que hemos subrayado. En concreto, un RIC incorpora las siguientes materias: (1) reglas en el ejercicio de la actividad de la sociedad; (2) detección, tratamiento y gestión de los posibles conflictos de interés; (3) protección de la información confidencial; (4) gestión y tratamiento de proyectos vinculados u operaciones por cuenta propia. En el fondo, estos cuatro aspectos ya están redactados en la LFFE, por lo que la importancia del RIC consiste en cómo implementar estas reglas de la LFFE en la práctica, es decir, lo más importante en el RIC es la gestión concreta de la compañía ante estas cuatro condiciones.

Con respecto a la implementación de las cuatro actividades, con el objeto de mantener una posición imparcial en caso de conflicto de interés, será necesario que la empresa realice una detección eficaz. Por ello es conveniente, en primer lugar, establecer un registro de personas relevantes en el caso de conflicto de interés entre empleados y clientes, esto es, elaborar un informe periódico sobre las acciones de los socios y la participación en el proyecto publicado en la propia plataforma, la comunicación oportuna de las personas vinculadas, entre otras informaciones relativas al control de las personas sujetas a las disposiciones del RIC; en segundo lugar, proponer un proceso diligente de aprobación del proyecto vinculante (por ejemplo, un voto de 2/3 en la junta general para la emisión de proyectos propios o de personas vinculantes en la propia plataforma); en tercer lugar, disponerse de un proceso transparente y razonable de selección y publicación de los

---

<sup>730</sup> Véase *Ibid.*, p. 190.

proyectos, como, por ejemplo, la evaluación anónima de proyectos, para disminuir el riesgo de conflicto de interés entre los clientes; en cuarto lugar, también es lo más importante, contar con un órgano de control, cuyas funciones consisten en supervisar el cumplimiento de las normas establecidas en el RIC, tales como el control de la información confidencial, el deber de informar periódicamente sobre el estado del cumplimiento de las normas y las contingencias a la junta general, así como la resolución de dudas formuladas por personas relevantes. Normalmente, el órgano de administración ejercerá la actividad del órgano control en las empresas pequeñas y de órgano de control independiente en las empresas de tamaño más grande; pero no podemos confundir este órgano con los órganos de administración o la junta general de los socios.<sup>731</sup> Incluso, en algunas circunstancias, el órgano tiene el poder de imponer sanciones o advertencias internas por comportamientos inadecuados. En este sentido, un órgano de control es un organismo autónomo de supervisión, algo similar a un director de cumplimiento de la normativa (*compliance officer*)<sup>732</sup>. En la práctica, cuando presente la solicitud de autorización en la CNMV, se exige el nombre de la/as “[p]ersona/s, departamento o área responsable de supervisar el cumplimiento de los requisitos [de la ley]”<sup>733</sup>.

En resumen, el RIC puede abarcar cómo implementa los requisitos legales y se ajuste a la condición empresarial, a través del cual tanto las empresas como los empleados podrán comprender mejor la normativa legal y tomar las medidas oportunas; por lo tanto, creemos que es una buena manera de autorregulación. Desde el punto de vista de protección de los inversores y supervisión por parte de la autoridad, este RIC representa una garantía en términos de conflicto de interés y proyectos vinculantes. Por ello, consideramos que el RIC

---

<sup>731</sup> Véase *Ibid.*, p. 188. En este artículo, se propone que el RIC no sea meramente societario porque las normas contenidas en él no afectarán a los socios ni a las relaciones corporativas, sino que “*se refiere, más bien, a las operaciones pertinentes al giro o tráfico de la empresa social*”.

<sup>732</sup> El director de cumplimiento de la normativa es el encargado de vigilar el cumplimiento de la normativa relativa a los negocios societarios, véase E. MORENO DE LA SANTA GARCÍA, “La función de apoyo del compliance officer a los administradores de sociedades de capital. Distribución de deberes y responsabilidades”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 151, 2018.

<sup>733</sup> Véase Manual de CNMV, punto 7.

es una buena herramienta para la protección de la seguridad de la micro financiación. En este sentido, queremos estudiar si es necesario realizar una ampliación del contenido de RIC.

De hecho, el RIC no es un término incorporado únicamente en la LFFE, sino también en la LMV,<sup>734</sup> que es un instrumento “*privado-negocial*” y tiene como finalidad establecer las reglas de comportamiento en el ejercicio de la actividad empresarial.<sup>735</sup> De acuerdo con la LMV, el RIC tiene un significado más importante porque no solo debe incorporarse el régimen de operaciones personales de los empleados de la sociedad, sino que también incluye el tratamiento de la información privilegiada y la obligación de la difusión de información relevante. No obstante, tras la modificación por el RD 19/2018 y en conformidad con el Reglamento 596/2014 sobre el abuso de mercado, el deber de contar con un RIC en los mercados de valores ha sido eliminado, si bien parece recomendable mantenerlo como un control interno según la CNMV.<sup>736</sup> En otras palabras, el RIC, en el fondo, ha convertido en una herramienta interna no obligatoria pero recomendable para la administración de la sociedad.

Además, el establecimiento del RIC va a vincular a todos los empleados involucrados en el negocio de financiación participativa, de modo que, mediante este RIC, estos empleados podrán conocer una síntesis de las normas de conducta que deben observar en la ejecución de su trabajo y, al mismo tiempo, deben comprometerse a cumplir estas normas. Por otro lado, el RIC es una manifestación o prueba del esfuerzo de la PFP en su trabajo,

---

<sup>734</sup> El art. 152 (h) de la LMV indica que para obtener la autorización como empresa de servicios de inversión se debe contar con un reglamento interno de conducta. Además, el art. 225 requiere que las entidades estén obligadas a cumplir un reglamento interno de conducta actualizado en el que se incorporarán las disposiciones sobre la obligación de difundir la información relevante o cuando las entidades presten servicios de inversión en relación con la información privilegiada.

<sup>735</sup> Véase J. L. GARCÍA-PITA Y LASTRES, *Plataformas de financiación participativa y “Financial Crowdfunding,”* cit., p. 188.

<sup>736</sup> Véase CNMV, *Comunicado de CNMV dirigido a los emisores de valores cotizados sobre el nuevo marco normativo europeo de abuso de mercado*, 2019, fecha de consulta 16 abril 2021, en <http://cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7Be96b911b-1e66-4715-9458-78b13a963a9c%7D>.

considerando que la debida diligencia es un indicador del cumplimiento de las obligaciones de la plataforma.

En la práctica, plataformas como Ecrowd han incorporado más obligaciones como supuestos relevantes con la confidencialidad e información privilegiada;<sup>737</sup> y la actitud de la CNMV también refleja la necesidad de incluir más contenido en el RIC, por ejemplo, se requiere la aclaración del procedimiento de resolución de conflictos en el momento de la presentación de la solicitud de autorización de la plataforma de financiación participativa, en otras palabras, en el formulario de la CNMV se han previsto vías alternativas de supervisión y el RIC puede ser una buena manera.

## **1.2. Servicios auxiliares**

La segunda medida de autorregulación también se permite en todos los países y consiste en la provisión de servicios auxiliares.

A diferencia de otros países como Reino Unido o Francia, incluso la regulación de la Unión Europea en la que no se menciona servicios concretos que puede elegir las plataformas, España proporciona una lista exhaustiva de actividades flexibles en el art. 51.2. de la LFFE. A pesar de que la letra g) del mismo artículo permite la posibilidad de incorporar más servicios auxiliares, este permiso está sujeto a la determinación del Ministro de Economía y Competitividad o la CNMV con la habilitación expresa por susodicho ministro, por lo que, en la práctica, la PFP restringe sus actividades a las recogidas en el listado.<sup>738</sup>

---

<sup>737</sup> Véase ECROWD, “Reglamento interno de conducta”, 2019, fecha de consulta 1 diciembre 2019, en <https://www.ecrowdinvest.com/reglamento-interno-de-conducta>.

<sup>738</sup> Hasta el mes de diciembre de 2020, todas las plataformas registradas no realizan actividades extras de la lista de la CNMV.

Reconocemos que la enumeración de los servicios puede ser una clara orientación para la PFP, pero esta manera también restringe la posibilidad de añadir más servicios útiles en la financiación participativa, como, por ejemplo, la reventa de acciones o participaciones en la plataforma que ofrece una vía alternativa de retirarse del proyecto. Asimismo, debemos tener en cuenta el riesgo acompañado por los servicios prestados, ejemplificando el servicio de recomendación individualizada o el servicio de auto-inversión. Por lo tanto, cuando se regulan los servicios auxiliares en la LFFE, es necesario tener en cuenta tanto la flexibilidad de la financiación participativa como el riesgo de estos servicios prestados por la plataforma.

En este sentido, en lugar de limitarse el tipo de servicio, podría centrarse en la regulación de los servicios auxiliares, como lo que establece en el Reglamento de la UE. Por ejemplo, en vez de mencionar que la plataforma puede proporcionar el servicio de pago, se establece que cuando la plataforma realice el servicio de pagos, deberá obtener la autorización como entidad de pago; en vez de añadir el servicio de provisión de tablón de anuncios sobre reventa, se establece que cuando la plataforma pretenda ofrecer este servicio, tendrá el deber de información sobre la condición del proyecto y la historia del rendimiento; en vez de indicar la posibilidad de disponerse de modelos de contratos, se establece que cuando la plataforma formaliza el contrato, deberá asegurar que este contrato está disponible previa de la contratación; en el caso de prestación de servicio de inversión automática, se limita a la herramienta 100% informática para evitar el conflicto de interés y la violación de la prohibición de la recomendación personalizada, y requiere la divulgación de los criterios y el funcionamiento de la selección de proyectos, con una mención especial a la participación de las personas en este proceso. Al final, cabe mencionar que el incumplimiento del deber de publicar los criterios y el funcionamiento del sistema de inversión automática constituye una infracción grave por incumplimiento de las obligaciones de información. A través de esta modalidad de regulación, las plataformas pueden aprovechar o intentar incorporar más servicios o buenas prácticas en otros países.

Por último, queremos mantener la regulación sobre el permiso de CNMV porque la LFFE no puede abarcar tantas posibilidades de servicios; si tiene lugar un servicio nuevo en la financiación participativa, la CNMV y las autoridades competentes estudian este servicio caso por caso, y pueden requerir que las plataformas ofrezcan más garantías en la provisión de este servicio. Además, la CNMV puede aprovechar el documento de manual en la que publica periódicamente los requisitos especiales de los nuevos servicios para que sirvan de referencia a otras plataformas.

### **1.3. Límites de la inversión**

El establecimiento de un límite al importe de la inversión es una práctica en común en todos los países. En teoría, la delimitación de la cantidad a invertir supone un menor riesgo para los inversores dado que la mayoría de ellos carecen de conocimientos o experiencia en materia de inversión, y al mismo tiempo se diversifican los riesgos de los inversores. Por otro lado, aunque los límites de inversión incrementan la dificultad para alcanzar el objetivo de captación de fondos de un promotor porque necesita atraer más personas, más proyectos tienen la oportunidad de ser financiados por la diversificación de inversión. En este sentido, la limitación de la cuantía de la inversión favorece tanto a los inversores como a los promotores.

Sin embargo, el límite de inversión no ha variado desde que se publicó la LFFE en 2015, lo que no se corresponde con la creciente renta per cápita nacional y el nivel de conocimiento de los inversores. A estos efectos, pensamos que es mejor aplicar el enfoque estadounidense en el que el límite de inversión se modifica cada cinco años en atención a la inflación o las condiciones económicas. Como España es un país de sistema de derecho continental y es más complejo de modificar una ley o reglamento, en vez de establecer una cuantía rígida, es mejor permitir a la CNMV revisar los límites de inversión en la LFFE; además, requiere que la CNMV revise y ajuste estos límites en función de la situación actual

de España en un plazo de 2 o 3 años. Por si fuera poco, las PFP pueden establecer su propio límite con arreglo al *test* anual de inversores, en tal caso, los inversores pueden obtener una protección completa de la inversión de acuerdo con su situación financiera real y de sus conocimientos.

Por último, en España existe un plazo de captación de fondos, pero no existe un plazo limitado sobre la duración de un proyecto financiado, por lo que el riesgo de inversión será más elevado, especialmente en los proyectos de inversión, ya que en la LFFE no se menciona un mecanismo de salida apropiado para los inversores, aparte del cierre del proyecto. Por lo tanto, es mejor establecer un límite máximo para el contrato de financiación, como máximo de cinco años o diez años, con lo que los contribuyentes van a tener más claro el rendimiento del proyecto. Si el plazo es ilimitado, el establecimiento del mercado de reventa en la PFP será una mejor opción.

#### **1.4. La intermediación y recursos apropiados de la plataforma**

##### 1.4.1. Requisitos financieros de la PFP

Como hemos indicado, la PFP debe disponer de ciertos recursos financieros para llevar a cabo la intermediación en la financiación participativa. Tal y como en todos los países, estos recursos financieros pueden ser reflejados por el capital social (60.000 euros) o el seguro de responsabilidad profesional (300.000 euros por reclamación de daños y 400.000 euros anuales para todas las reclamaciones), en España se permite también el aval u otra garantía equivalente. Sin embargo, solo España y la Unión Europea aceptan la manera de combinación entre el capital social y el seguro, y sola España permite, además, la combinación del capital social, el seguro, el aval y las garantías equivalentes. Entendemos que la LFFE pretende conceder más libertad a la PFP, pero existe una duda sobre el término “equivalente” que se produzca una incertidumbre tanto para la PFP como para la CNMV a la hora de revisar la solicitud de la autorización.



En primer lugar, el objetivo de estas garantías no es equivalente: el capital social es una garantía de la persona jurídica; el objetivo del seguro se responde a las responsabilidades por negligencia, aunque se exige una cobertura por reclamación por daños y el objetivo de la provisión de aval; y el objetivo las garantías equivalentes queda en duda. La disparidad del objetivo hace que una protección sea no equivalente para los usuarios.

Asimismo, la combinación de estas garantías tampoco puede alcanzar el objetivo de ser equivalente. Tanto en el capital social como en el seguro existe un claro límite de garantía mínima, pero ¿cómo se calcula el valor equivalente en la combinación del capital social y otras formas de garantía? Así, en la actualidad, casi todas las PFP optan por la forma de desembolso íntegro del capital social o por la contratación de un seguro, siendo escasa la combinación de estas garantías alternativas.

A estos efectos, pensamos que se abandona las diversas formas de garantía como aval y no es necesario incluir el método de combinación entre varias garantías para que el juicio de recursos financieros apropiados sea más fácil. Si queremos mantener el seguro de responsabilidad civil profesional, la combinación entre el capital social y el seguro debe ser proporcionado, es decir, si el capital social es 45.000 euros (3/4 del capital social autorizado), el seguro debe tener la cobertura mínima de 75.000 euros por reclamación de daños y 100.000 euros anuales para todas las reclamaciones (1/4 del seguro autorizado) con el fin de conseguir una combinación equivalente.

#### 1.4.2. Medios adecuados

Aparte del requisito financiero, la PFP debe disponer además de medios adecuados<sup>739</sup> para garantizar la seguridad, confidencialidad, fiabilidad y capacidad del servicio prestado por

---

<sup>739</sup> Se entiende que el medio adecuado es un medio "material", por lo que la PFP tiene un título jurídico que le permite asegurar unos adecuados medios para el fin señalado, véase J. L. GARCÍA-PITA Y LASTRES, *Plataformas de financiación participativa y "Financial Crowdfunding,"* cit. p. 187.

medios electrónicos.

- Seguridad

La PFP es una plataforma digital, por lo que resulta fundamental garantizar la seguridad en el sistema informático. Por ejemplo, se pueden realizar copias diarias de las bases de datos y del repositorio de versiones del código fuente y de los scripts de configuraciones; almacenar las copias simultáneamente en más de un lugar físico separado, uno en la nube y otro en servidor local; establecer *firewall* configurado por los sistemas utilizados por la entidad; controlar estrictamente el acceso a la base de datos de los usuarios; aplicar el sistema de certificado digital cuando se inscribe en un proyecto concreto.

- Fiabilidad

La fiabilidad representa una seguridad en la provisión continuada del servicio. Tales como los servicios gestionados a través de la herramienta de orquestación y automatización robusta, que permiten mantener en todo momento un número óptimo de servicios en alta disponibilidad, proporcionando tolerancia a fallos para garantizar el correcto funcionamiento de la plataforma.

- Capacidad

La capacidad se refiere a la capacidad de soportar un gran flujo de visitas u operaciones de la plataforma. Así, un sistema de alta disponibilidad para servir en paralelo más operaciones por segundo será beneficioso para el buen funcionamiento de una plataforma.

Hay que tener en cuenta que estos servicios pueden ser prestados por terceros, ahora bien, qué actividad puede ser externalizado y quién asume la responsabilidad causada por terceros no están regulados en la LFFE. Con respecto a esta situación, el Reglamento indica que la externalización se refiere a “*encargar cualquier función operativa, total o parcialmente, a terceros*” siempre y cuando “*no afecte a la calidad de a la calidad de los controles internos [...] o a la supervisión efectiva*” del proveedor y éste asume la plena

responsabilidad en relación con las actividades externalizadas.<sup>740</sup> En la LFFE, es necesario añadir la posibilidad de externalizar unas funciones de la plataforma, pero limitarse a función operativa y establecer que la responsabilidad corresponde a la plataforma dado que ésta tiene la obligación de supervisión las actividades externalizadas.

### **1.5. Planes de contingencia**

El último punto clave en la protección de los inversores por parte de la PFP es la elaboración de planes de contingencia en caso de que eventualmente cese su actividad y todavía existan proyectos de financiación participativa en vigor. Este mecanismo es muy discutido en el Reino Unido porque el número de PFP que fracasa es enorme y la protección es más urgente, especialmente para los inversores, ya que ellos no tienen canales oportunos para contactar con los promotores.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 55.i) de la LFFE, la PFP deben contar con el mecanismo de contingencia, pero se requiere únicamente que la PFP compromete la prestación continuada de los servicios cuando ésta cese de su actividad. En otras palabras, no se menciona la forma de llevar a cabo este plan. Lo mismo ocurre en China, debido a la falta de regulación sobre cómo ejecuta el plan de contingencia, la plataforma Wukong Funding obligó a los inversores continuar su préstamo de forma sin interés aunque la deuda haya vencido, así que hasta ahora los inversores no pueden obtener su capital invertido,<sup>741</sup> esto no es el caso único. Por lo tanto, creemos que es necesario regular con más detalle sobre el plan de contingencia en este periodo dado que ya han existido cinco plataformas fallidas en España.

---

<sup>740</sup> Véase Consideración (27) y el art. 9 del Reglamento 2020/1503.

<sup>741</sup> Véase J. XUE, "La tormenta en Wukong Finance y muchas otras plataformas de préstamos en línea, P2P plataformas ha acelerado el cese de actividades", *Xinlang Finance*, 2020, fecha de consulta 17 abril 2021, en [https://finance.sina.com.cn/money/bank/bank\\_hydt/2020-10-15/doc-iiznctkc5613929.shtml](https://finance.sina.com.cn/money/bank/bank_hydt/2020-10-15/doc-iiznctkc5613929.shtml).

En primer lugar, la documentación contractual soporte de las inversiones o los préstamos debe incluir la posibilidad expresa de que, en caso de cese de la actividad de la PFP, los inversores mantengan un derecho directo frente al promotor, con sometimiento expreso a la jurisdicción española respecto de las eventuales controversias que puedan surgir.

En segundo lugar, la PFP debe mantener una copia digitalizada actualizada de toda la documentación relativa a cada inversor, proyecto y promotor, que se pondrá a disposición de los mismos en caso de cese de la actividad de la misma con el fin de que los inversores puedan contactar directamente con el promotor y tener todos los justificantes.

En tercer lugar, en la medida en que los procedimientos y sistemas de pago serán gestionados por una entidad externa a la PFP (debidamente autorizada por la autoridad pertinente como entidad de pago para operar en la UE), los inversores y promotores tendrán acceso directamente a sus respectivas cuentas y fondos. En cambio, en el caso de que la PFP sea una plataforma híbrida, se deberá hacer una clara separación de los fondos de los clientes y los fondos propios en cuentas separadas y, asimismo, proporcionar una manera alternativa de recuperación de fondos antes de cerrar su actividad.

Por último, ha de establecer un periodo de funcionamiento porque normalmente la PFP no puede llevar a cabo todos los servicios para siempre. Considerando que los proyectos tienen una limitación de cinco años, podemos establecer un período de dos años obligatorio para la actividad continuada, así que la plataforma puede salir y los usuarios tienen tiempo suficiente para terminar el contrato.

## 2. SUPERVISIÓN POR ASOCIACIONES

### 2.1. Las asociaciones en España

En la actualidad, ya existen varias asociaciones relativas a PFP cuyo objeto es establecer un mecanismo unificado para la industria del crowdfunding. En España encontramos cinco,<sup>742</sup> aunque no existe ninguna asociación que incorpore a la mayoría de las PFP. Estas asociaciones hacen referencia a un ámbito más general como la economía digital o *high-tech* y Casi todas contienen miembros nacionales e internacionales.

La Asociación de Crowdlending de España (en adelante, ACLE) es una organización asociativa y sin ánimo de lucro que pretende agrupar las plataformas de crowdlending, no solo de España, sino también a nivel internacional. Ahora existen seis plataformas de préstamos, tres plataformas circulantes,<sup>743</sup> tres empresas de préstamos particulares y un miembro asociado de inversores institucionales, de modo que solo seis de las plataformas de préstamos empresas y tres de préstamos particulares están en el marco regulatorio de la LFFE y el resto son fondos de inversión libre o sociedad de servicio de información que no están supervisadas por la CNMV ni por el Banco de España.

Otra asociación es Asociación Española de Fintech e Insurtech (en adelante, AEFI) en la que no solo figuran las redes de inversión, sino también las PYME, las entidades de asesoramiento, las entidades de pago, las empresas del sector de *Blockchain* y de *Big Data*,

---

<sup>742</sup> Existe otra asociación que es la Asociación Española de Crowdfunding (en adelante, AEC). Esta asociación cuenta con 12 miembros, pero no todos ellos están autorizados por la CNMV, ya que tan solo cuatro de ellas, como Capital Cell y Housers están autorizadas en España. Esta asociación tiene un objetivo más claro que es el de “[p]ublicar un código de prácticas que sea adoptado por todas las plataformas y profesionales del crowdfunding y que proteja a sus participantes (mecenas e inversores)”, véase SPAIN CROWDFUNDING, “Inicio”, fecha de consulta 19 marzo 2020, en <http://www.spaincrowdfunding.org/index.html>.; SPAIN CROWDFUNDING, “Guía de buenas prácticas”, fecha de consulta 18 marzo 2020, en [http://www.spaincrowdfunding.org/wa\\_files/Guia-de-buenas-pra\\_CC\\_81cticas.pdf](http://www.spaincrowdfunding.org/wa_files/Guia-de-buenas-pra_CC_81cticas.pdf). No obstante, esta asociación no tiene ninguna actividad activa en estos años, por lo que no la contamos en el análisis de la asociación de crowdfunding.

<sup>743</sup> Son plataformas que permiten la financiación alternativa mediante el descuento de pagarés, el anticipo de facturas, entre otras formas de préstamo.

etc. Cuenta con más de 150 miembros, como la plataforma Bolsa Social, y han publicado varios libros blancos en materia de *Sandbox*<sup>744</sup> en España,<sup>745</sup> Fintech y tenían su propio Código de buenas prácticas de sus miembros

La Asociación Española de la Economía Digital (en adelante, Adigital) es una asociación relacionada con la economía colaborativa con más de 500 empresas incorporada. Adigital ha agrupado varias asociaciones en sectores específicos, como la Asociación de Compañía de Experiencia con Cliente, la Asociación de Agencias Española Digitales, de Juego Digital, de Alquiler Temporal, Sharing España y la Plataforma para la Movilidad Inteligente y Sostenible. Las PFP como Civislend, Fundeen, Housers, the Crowd Angel y las entidades de pago más utilizadas Lemonway y Mangopay<sup>746</sup> son miembros de Adigital.

Confianza Online es otra asociación que tiene por objeto promover el uso de códigos de autorregulación y el sistema de certificación de la adhesión a esos códigos.<sup>747</sup> Una vez obtenido el sello emitido por esta asociación, se representa un compromiso de la sociedad con las buenas prácticas en Internet.<sup>748</sup> Las plataformas Civislend, Housers, StockCrowd,

---

<sup>744</sup> *Sandbox* o caja de arena en español tiene su origen de *Regulatory sandbox*, que es un organismo diseñado por la FCA en el Reino Unido con el objetivo de inventar un mercado de prueba para el negocio de tecnología nueva con consumidores reales. Véase FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, “Regulatory sandbox”, 2015, fecha de consulta 4 mayo 2020, en <https://www.fca.org.uk/firms/innovation/regulatory-sandbox>. En esta condición, las compañías tienen más libertad en el mundo real con una regulación retrasada y parece más fácil conseguir la autorización después de las pruebas y entrar en el mercado real, por lo que se considera como una clave para el desarrollo de *Fintech* en el futuro. Sin embargo, este mecanismo tampoco es fácil de controlar, ya que se trata de un mercado controlado por la autoridad y así distorsiona el mercado real competitivo; los regímenes diferentes de autoridad en los distintos países también son obstáculos.

<sup>745</sup> Véase ASOCIACIÓN ESPAÑOLA FINTECH E INSURTECH, “Propuesta para la implantación de un Sandbox en España”, 2018, fecha de consulta 19 marzo 2020, en [https://asociacionfintech.es/wp-content/uploads/2019/10/Informe\\_Final\\_Propuesta\\_Sandbox\\_España.pdf](https://asociacionfintech.es/wp-content/uploads/2019/10/Informe_Final_Propuesta_Sandbox_España.pdf).

<sup>746</sup> Véase SHARING ESPAÑA, “Miembros”, fecha de consulta 20 marzo 2020, en <https://www.sharingespana.es/miembros/>.

<sup>747</sup> Véase el art. 5 de Estatutos de Confianza Online. Véase CONFIANZA ONLINE, “Estatutos de Confianza Online”, fecha de consulta 20 marzo 2020, en <https://www.confianzaonline.es/documentos/Estatutos2015.pdf>.

<sup>748</sup> Véase CONFIANZA ONLINE, “El sello y sus ventajas”, fecha de consulta 20 marzo 2020, en <https://www.confianzaonline.es/empresas/el-sello/>.

Fundeen son empresas adheridas a este organismo.

La última asociación más conocida en España es la *European Crowdfunding Network* (en adelante, ECN), de la que forman parte el The Crowd Angel y Bizkaia. De hecho, es la única asociación que abarca solamente el crowdfunding.

Las cinco asociaciones mencionadas tienen funciones como la publicación de guía de buenas prácticas,<sup>749</sup> la organización de seminarios y workshop con sus miembros, la representación de los clientes para presentar reclamaciones ante las autoridades competentes,<sup>750</sup> el establecimiento de confianza para el público,<sup>751</sup> y el aumento de la profesionalidad, la búsqueda de más oportunidades y la realización de investigación y promoción sobre crowdfunding.<sup>752</sup> Así que la afiliación a estas asociaciones es un indicativo de buenas prácticas de las PFP.

## 2.2. Admisión y supervisión

Todas estas asociaciones tienen un estándar de admisión y supervisión, que consiste en la comprobación del cumplimiento de las disposiciones de los estatutos y las normas de conducta de la asociación, pero el contenido del estatuto y el código de conducta difieren de unas a otras.

---

<sup>749</sup> Véase ASOCIACIÓN ESPAÑOLA FINTECH E INSURTECH, “Código de buenas prácticas para las Fintech e Insurtech”, 2018, fecha de consulta 19 marzo 2020, en [https://asociacionfintech.es/wp-content/uploads/2019/10/Codigo\\_Buenas\\_Practicas\\_2018.pdf](https://asociacionfintech.es/wp-content/uploads/2019/10/Codigo_Buenas_Practicas_2018.pdf).

<sup>750</sup> Véase la última noticia sobre el fracaso de las plataformas Kuetzal y Envestio de Estonia, en las que muchos inversores no pudieron retirar el importe que tenían en la cuenta sin que la plataforma les comunicara nada. A estos efectos, aunque ECN por sí misma no puede hacer el juicio, ya ha notificado a las autoridades relevantes para facilitar el proceso de investigación. Véase EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK, “ECN reports Kuetzal and Envestio to National Conduct Authority”, 2020, fecha de consulta 20 marzo 2020, en <https://eurocrowd.org/2020/01/22/ecn-reports-kuetzal-and-envestio-to-national-conduct-authority/>.

<sup>751</sup> Véase CONFIANZA ONLINE, “Estatutos de Confianza Online”, cit.

<sup>752</sup> Véase EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK, “Purpose”, fecha de consulta 20 marzo 2020, en <https://eurocrowd.org/purpose/>.

En primer lugar, el objetivo de cada asociación es diferente. Se integra en ECN los principios como actuar con equidad, revelar los conflictos de intereses, respetar la transparencia, proteger el medio ambiente. Confianza Online requiere el cumplimiento de las obligaciones previas al inicio del procedimiento de contratación como el suministro de información necesaria, las disposiciones sobre las condiciones generales, las obligaciones de información posteriores a la celebración del contrato, los requisitos sobre el servicio de atención al cliente, entre otras normas en materia de la protección de usuarios.<sup>753</sup> ACLE impone obligaciones en el análisis y prestación de los servicios (por ejemplo, prestar un servicio sostenible, ético y responsable), obligaciones en sus relaciones con los clientes (por ejemplo, proveer información clara, completa, transparente y accesible), deberes éticos (desarrollar sus actividades empresariales de forma justa y honesta, comportándose siempre con integridad y profesionalidad), entre otras obligaciones relacionadas con la ejecución de actividades empresariales.

En segundo lugar, algunas asociaciones exigen unos requisitos pormenorizados, como por ejemplo los asociados de la ACLE han de ser una persona jurídica que acredite al menos de un año de establecimiento en España o dos años en otro estado miembro de la Unión Europea, ya sea nacional o extranjera, pero el resto de las asociaciones no especifican esta exigencia; ECN aún exige un control más intenso en los miembros, como llevar la auditoría, presentar anualmente “Indicadores Clave de Ejecución” (*Key Performance Indicators*) a ECN, a través de los cuales se evalúe el estado de las compañías<sup>754</sup> durante el último año.

---

<sup>753</sup> Véase CONFIANZA ONLINE, “Código ético”, fecha de consulta 20 marzo 2020, en [https://www.confianzaonline.es/wp-content/uploads/2018/05/Codigo\\_Etico\\_CONFIANZA\\_ONLINE.pdf](https://www.confianzaonline.es/wp-content/uploads/2018/05/Codigo_Etico_CONFIANZA_ONLINE.pdf).

<sup>754</sup> El cuestionario se divide en 5 partes sobre la evaluación: información de negocio, tasa de incumplimiento, gestión de datos, rendimiento financiero interno, y ejecución externa (proyectos publicados, invertidos y completados). Véase EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK, “ECN Key performance indicator”, fecha de consulta 21 marzo 2020, en [https://docs.google.com/forms/d/e/1FAIpQLSdaftEKm\\_VORvrwXnmXyLuUr9Ca2v2cQ-K87F14fp1Rwiz96g/formResponse](https://docs.google.com/forms/d/e/1FAIpQLSdaftEKm_VORvrwXnmXyLuUr9Ca2v2cQ-K87F14fp1Rwiz96g/formResponse).



A pesar de que estos códigos de conducta no tienen fuerza en el ámbito legal (*Court-enforceable*) y tampoco constituye un proceso obligatorio en la solicitud de autorización para la PFP, pueden incentivar y permitir una supervisión continuada por parte de la asociación, especialmente cuando muchos de los códigos de conducta recogen y pormenorizan los requisitos de la LFFE. En España, ya existe el Informe publicado por la Organización de Consumidores y Usuarios que han propuesto regulaciones más detalladas y estrictas que las previstas por la ley.<sup>755</sup> Aunque solo en forma de recomendaciones, este informe da a las plataformas de consumo una forma práctica de proteger los derechos de los consumidores.<sup>756</sup> A estos efectos, creemos que las asociaciones son capaces de autorregularse.

Por lo tanto, pensamos que la asociación puede ser un sujeto de supervisión del mercado de financiación participativa. Por un lado, la emisión de código de conducta o buenas prácticas por parte de la asociación es más fácil porque se evita el engorroso procedimiento administrativo; por otro lado, se establece una comunidad en la que estas plataformas pueden compartir nuevas ideas y colaborar entre sí. Si pretendemos incorporar la asociación en la supervisión, es necesario, como la regulación en Francia, que la asociación tenga la autorización de la CNMV. En este caso, la supervisión de la CNMV es más eficiente porque en vez de controlar muchas plataformas separadamente, controla únicamente unas asociaciones, y al mismo tiempo, se evita la distorsión del mercado por la agrupación de las PFP.

---

<sup>755</sup> Véase ORGANIZACIÓN DE CONSUMIDORES Y USUARIOS, *Collaboration or business?*, 2016, fecha de consulta 18 abril 2021, en [https://www.ocu.org/organizacion/-/media/lobbyandpressocu/images/que-hacemos/nuestras-acciones/2016/informe\\_ocu\\_economia\\_colaborativa/informe\\_ocu\\_consumo\\_colaborativo/collaboration\\_or\\_business\\_\\_cc\\_p2p\\_2016.pdf?rev=df8d1c52-2bca-4298-81fc-988b53a1b9d7](https://www.ocu.org/organizacion/-/media/lobbyandpressocu/images/que-hacemos/nuestras-acciones/2016/informe_ocu_economia_colaborativa/informe_ocu_consumo_colaborativo/collaboration_or_business__cc_p2p_2016.pdf?rev=df8d1c52-2bca-4298-81fc-988b53a1b9d7).

<sup>756</sup> El informe propone recomendaciones para las plataformas de consumo, como, por ejemplo, “1. *create a safe environment for the users to interact*; 2. *set out easily understood interaction rules that are also clearly visible to users*; 3. *verify that providers have adequate insurance cover in place or provide adequate insurance policies*; 4. *inform all users about the appropriate and applicable consumer legislation*; 5. *clarify and improve consumer protection, like guarantee the basic consumer rights (i.e. cancellation policies, privacy information)*” Véase *Ibid.*, p. 64-65.

### 3. SUPERVISIÓN POR PARTE DE LOS ORGANISMOS PÚBLICOS

Como hemos ilustrado en los apartados anteriores, hay que apuntar que las PFP han desarrollado sistemas completos para tener un cierto “halo de seguridad”<sup>757</sup> gracias a la supervisión de la CNMV. Por una parte, la supervisión de los intermediarios financieros por parte de los organismos administrativos es necesario,<sup>758</sup> dado que en el mercado de financiero, los inversores sufren con frecuencia la desprotección de estos sistemas -un caso típico es el mercado irregulado de crowdfunding en China-, y se considera necesaria la incorporación a la administración pública y el control administrativo en el sector privado siempre y cuando llegue un momento de interés social o económico.<sup>759</sup> Por otra parte, es reconocido que el poder público funciona mejor actuando como garante, en vez de desempeñar una potestad de regulación, que jugando un papel intervencionista;<sup>760</sup> además, la abundancia de la intervención administrativa incrementa el precio del negocio de financiación participativa, haciendo este nuevo tipo de financiación menos atractiva.<sup>761</sup> Por lo tanto, en la supervisión de financiación participativa, esperamos lograr un equilibrio entre la supervisión apropiada y el mercado relativamente libre.

En España, las autoridades de supervisión del mercado de financiación participativa son principalmente la CNMV y el Banco de España, y la LFFE les impone unas obligaciones muy elevadas en la supervisión. Si examinamos el número de PFP autorizadas y el

---

<sup>757</sup> Véase P. JARNE MUÑOZ, “El consumo colaborativo en España: experiencias relevantes y retos de futuro”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, 17, 2016., p. 73.

<sup>758</sup> Véase A. J. TAPIA HERMIDA, *Manual de derecho del mercado financiero*, Portal Derecho (Iustel), Madrid, 2015. p. 113.

<sup>759</sup> Véase E. GARCÍA-TREVIJANO GARNICA, “¿Es aplicable la responsabilidad administrativa por la denegación, para operar en Internet, del registro de un nombre de dominio de DNS de segundo nivel bajo “es”?”, *Revista de administración pública*, 149, 1999. p. 313.

<sup>760</sup> Véase J. ESTEVE PARDO, “La extensión del derecho público. Una reacción necesaria”, *Revista de Administración Pública*, 189, 2012. p. 12-14, p. 19; J. ESTEVE PARDO, “La Administración garante. Una aproximación”, *Revista de Administración Pública*, 197, 2015. p. 39.

<sup>761</sup> Véase P. JARNE MUÑOZ, “El consumo colaborativo en España: experiencias relevantes y retos de futuro”, cit., p. 74.

funcionamiento efectivo durante los últimos cinco años (desde el año 2015), la aplicación de un régimen muy estricto de supervisión podría ser la causante de la escasa extensión de esta actividad. A la vez, no podemos negar la importancia de la supervisión de las autoridades en relación con la financiación masiva por su poder administrativo en el mercado financiero, más complejo para los inversores o prestatarios, especialmente aquellos que no tienen experiencia suficiente. Ha de tener cuenta que el núcleo de la regulación requiere la concurrencia de tres elementos: (1) un sistema prudente enfocado no solo a los aspectos individuales, sino en el mercado en su conjunto; (2) la conducta los participantes, especialmente los inversores; y (3) la estructura del mercado y el interés público.<sup>762</sup> Así que nos centramos en cómo implementar un régimen adecuado de supervisión por parte de la CNMV y el Banco de España frente al conflicto entre el desarrollo de la financiación y la protección del mercado en los apartados siguientes.

### **3.1. Debilitar la función de supervisión de la CNMV**

El primer trabajo principal de la CNMV es otorgar la autorización a las plataformas. En la explicación sobre el procedimiento de autorización anteriormente,<sup>763</sup> la CNMV debe realizar dos tareas, una es la comprobación de veracidad de los documentos presentados, y la otra es la evaluación de gobierno corporativo de los solicitantes. Con respecto a la primera obligación, documentos como el justificante de capital desembolsado, la reserva de denominación y el certificado de antecedentes penales pueden ser verificados por el banco, el registro mercantil y el ministerio de justicia respectivamente. Así que la verificación de documentos que lleva a cabo por la CNMV consiste solamente en la comprobación de los documentos ya verificados por estos órganos, lo que creemos innecesario. Acerca de la

---

<sup>762</sup> Véase S. LOESCH, *A guide to financial regulation for Fintech Entrepreneurs*, Wiley, Cornwall, 2018. p. 17-18.

<sup>763</sup> Véase *supra* p. 107-120 en lo que respecta al registro de la PFP.

segunda obligación, como se ha señalado en el apartado anterior,<sup>764</sup> las asociaciones tienen la capacidad de calificar a sus miembros, por lo que también se podría intentar utilizar el enfoque francés de encomendar las asociaciones como organismo alternativo de conceder la autorización. No obstante, estas asociaciones tendrán que ser examinadas y evaluadas por la CNMV, incluso asegurándose de que tienen los mismos o más estrictos mecanismos de control. Al hacer la simplificación de comprobación de documentos y la incorporación de las asociaciones en el procedimiento de autorización, la plataforma es capaz de obtener la autorización más rápidamente, mientras que la calidad de la autorización no disminuye como resultado.

El segundo trabajo imprescindible de la CNMV es la supervisión en la actividad. Ahora este trabajo consiste en la presentación de informe anual y la inspecciones *in situ* de las PFP. Las asociaciones, aparte de tener el mismo mecanismo para supervisar los miembros, existen más oportunidades de organizar conferencias y *workshop* entre sí, algunas veces pueden renovar el criterio de supervisión, por ejemplo, si requieran el establecimiento de canal de comunicación y este canal fuera abierto al público, se añadiría esta obligación en el criterio de supervisión inmediatamente. Por lo tanto, la supervisión continuada por las asociaciones será más eficiente. Evidentemente, cómo lleva a cabo la supervisión y el criterio de este procedimiento debería ser aprobados por la CNMV.

El tercer trabajo de la CNMV consiste en la ejecución de sanción. Como la CNMV es el organismo legalmente establecido que tiene el poder de la ejecución de sanciones en forma de multa, revocación de autorización, cese en la gestión o dirección, u otras sanciones operativas como la suspensión de actividades según la LFFE, en caso de infracción en el cumplimiento de las obligaciones legalmente, este trabajo no puede ser sustituido por otros sujetos. Si bien las asociaciones de la PFP pueden, al mismo tiempo, imponer más sanciones, ejemplificando la exclusión o la baja de puntuación de cumplimiento regulatorio,

---

<sup>764</sup> Véase *supra* p. 368-370 con respecto al funcionamiento de las asociaciones de crowdfunding.

a las PFP asociadas.

### **3.2. Reforzar la función de orientación de la CNMV**

Publicar unas guías técnicas, como manera de orientar al público sobre los criterios y procedimientos que las autoridades siguen en su actividad cotidiana, tiene un sentido práctico en todos los aspectos de la supervisión. Ahora la CNMV ha publicado, recientemente, varios documentos en forma de guía, como la relativa a la solicitud de autorización de la PFP, en la que se estructuran los requisitos de la LFFE y otras normas relevantes, se detallan los criterios generales de dichas normas y se facilita la tabla clara a las plataformas para preparar la solicitud. Por ejemplo, la LFFE no menciona qué es la condición financiera del promotor, la CNMV podría realizar una aclaración sobre este requisito.

Aunque la guía no tiene efectos obligatorios, no solo sirve de instrumento para clarificar los criterios o procedimientos, sino que las impulsa a actuar en coherencia con lo indicado por las autoridades.<sup>765</sup> Es decir, estas orientaciones servirán como material de apoyo para una supervisión eficaz en el futuro.

### **3.3. Proporcionar medidas flexibles a la tecnología nueva**

Al final, con respecto a la supervisión en futuro por la innovación tecnológica, ni el rechazo rotundo de la *Fintech* ni una actitud totalmente abierta son correctos. En 2018, el Ministerio de Economía y Empresa publicó el Anteproyecto de la Ley de medidas para la transformación digital del sistema financiero,<sup>766</sup> ya que la transformación digital ha

---

<sup>765</sup> Véase A. J. TAPIA HERMIDA, *Manual de derecho del mercado financiero*, cit., p. 114.

<sup>766</sup> Véase MINISTERIO DE ECONOMÍA Y EMPRESA, *Anteproyecto de la Ley de medidas para la transformación digital del sistema financiero*, España, 2018.

provocado un cambio radical en el sector financiero y probablemente, afecta “*al nivel de protección al consumidor, a la estabilidad financiera y a la integridad en los mercados*”<sup>767</sup>. Lo más destacado en este proyecto es, de hecho, el establecimiento de un espacio de prueba o “*sandbox*”, en el que los proyectos piloto pueden comenzar una actividad de prueba antes de obtener una autorización que en la actualidad no se podría obtener, en ningún caso.

El Reino Unido ya había adoptado un sistema similar en el año 2015 y, hasta la fecha, cuenta con 5 grupos de *testing* y un espacio de prueba global que pretende realizar una prueba internacional.<sup>768</sup> España también puede aprovechar esta oportunidad para desarrollar la financiación a través de tecnología de distribución utilizando el espacio de pruebas para asegurar el funcionamiento de este mismo mecanismo.

#### **4. HACIA UNA REGULACIÓN ADAPTADA Y APLICACIÓN DE NUEVA TECNOLOGÍA A LA FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA**

La aplicación de la tecnología *Blockchain* tiene un gran potencial en muchos aspectos de la vida y cambia el mundo tanto del negocio como de la gobernanza, pero necesita un tiempo largo para la adaptación.<sup>769</sup> Cabe señalar que los problemas existentes de la cadena de bloques son difíciles de solucionar por ahora, dado que no es solo una cuestión informática, sino que requiere la mejora de otros elementos, fundamentalmente, la legislación y la educación de la ciudadanía. Así pues, en la actualidad o en el futuro más cercano, la cadena de bloques no puede abarcar todos los aspectos en el negocio, sino solo aquellos en los que han dado buenos resultados; en este sentido, se traduce en una

---

<sup>767</sup> Véase *Ibid.* p. 1.

<sup>768</sup> Véase FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, “Regulatory sandbox”, cit.

<sup>769</sup> Véase I. MARCO; K. R. LAKHANI, “The truth about Blockchain - It will take years to transform business, but the journey begins now”, cit., p. 2702.

combinación entre el sistema existente y el sistema de cadena de bloques (que es lo que sucede, por ejemplo, en el ámbito de pago por Internet con criptomoneda). Así que, desde el punto de vista de la financiación participativa, o la protección de inversores, ¿qué podemos hacer?

Ante todo, tras el análisis de la tecnología *Blockchain*, encontramos la idea básica y también el objetivo de esta tecnología es la transparencia de información fiable sin intervención de las autoridades, creando así un mercado. Por ello, intentaremos establecer un mecanismo transitorio, que, por un lado, debilita la función de la autoridad o intermediario, y por otro lado, protege racionalmente el interés del público. En coherencia con los problemas existentes de la propagación de cadena de bloque, se deriva de tres posibles direcciones.

En cuanto a la evaluación de los proyectos, debido a la carencia de información suficiente pública de los promotores y sus proyectos, así como la falta de conocimiento sobre cómo evalúa la viabilidad de un proyecto, la PFP asume una gran obligación en este proceso. Sin embargo, estos problemas pueden ser resueltos paulatinamente por el sistema de cadena de bloques. Con la participación de cadena de bloques, la información guardada será más accesible y fiable. A estos efectos, lo que puede hacer la PFP aquí es solo realizar una síntesis de la información necesaria y la designación del nivel de riesgo en vez de la verificación de los datos, pero la evaluación del contrato también es importante, funcionando como medida complementaria al sistema crediticio.

Otra obligación imprescindible es la casación de contratos financieros, el *smart contract*, que es otra tendencia de la aplicación de *Blockchain 2.0* en la financiación participativa, puede ser la opción precisa. En la práctica, ya existen varias plataformas que aplican la tecnología de *Blockchain* en este proceso. Por ejemplo, en STOKR, *Blockchain* es el método de transmisión de los valores directamente entre el inversor y promotor, por lo que la inversión convierte directamente en las participaciones de la sociedad promotora una vez

completado el pago.<sup>770</sup> CONDA, una plataforma de valores, ha desarrollado un sistema más completo de negociación de financiación participativa denominado “CRWDNetwork” como su primer proyecto, que abarca el contrato inteligente, la esfera de aplicación (APP),<sup>771</sup> el modelo de administración y el CRWDTOKEN. Un ejemplo en la Unión Europea es FINEXITY, autorizada en Alemania desde 2018, que utiliza *token* para hacer la financiación participativa<sup>772</sup>. Por lo tanto, creemos que la PFP puede establecer un sistema fiable de contratos inteligentes para los usuarios.

Por último, como se ha mencionado en el apartado anterior, unas obligaciones de la CNMV constan de verificación de documentos y supervisión de la operación cotidiana de las PFP. Cuando se implemente la cadena de bloques para guardar todas las informaciones verificadas y las transacciones, será más fácil o no hace falta la intervención de la CNMV. En cambio, lo que puede llevar a cabo la CNMV, en nuestra opinión, es crear un sistema informático de la cadena de bloques. En este caso, este sistema creado es más fiable porque las informaciones guardadas son verificadas, evitando así el fraude por usuarios; a la vez, puede resolverse el problema de anonimato por si acaso se produzca un fraude, es decir,

---

<sup>770</sup> Véase STOKER, “A whole new way to invest in ideas you believe in”, fecha de consulta 12 marzo 2020, en <https://stokr.io/how-stokr-works/for-investors>.

<sup>771</sup> La integración de varias plataformas en el CRWDNetwork permite a los proyectos obtener financiación de diferentes plataformas. Véase CONDA, “White paper”, 2019, fecha de consulta 21 marzo 2020, en <http://classtap.pbworks.com/f/SkillSoft+-+Blended+Elearning.pdf>; P. POLTNER, “CRWDNetwork – The building blocks of blockchain-based crowdfunding”, 2020, fecha de consulta 21 marzo 2020, en <https://medium.com/crwdnetwork/crwdnetwork-the-building-blocks-of-blockchain-based-crowdfunding-2243689fd0c9>.

<sup>772</sup> Este *token* aplica la regulación de mercado de valores, a pesar de que la plataforma se dedique a la financiación participativa. Véase BUNDESANSTALT FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGSAUFSICHT, “Tokenisierung”, 2019, fecha de consulta 22 marzo 2020, en [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa\\_bj\\_1904\\_Tokenisierung.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Tokenisierung.html). Se aclara también que el *token* no es un activo, sino un valor porque el activo conlleva los derechos y obligaciones por lo que sus características de transferibilidad, comerciabilidad hacen que se convierta en un instrumento financiero de acuerdo con el art. 4, apartado 1, número 44 de MiFID II, que es “«valores negociables»: las categorías de valores que son negociables en el mercado de capitales, con excepción de los instrumentos de pago, como: a) acciones de sociedades y otros valores equiparables a las acciones de sociedades, asociaciones u otras entidades, y certificados de depósito representativos de acciones; b) bonos y obligaciones u otras formas de deuda titulizada, incluidos los certificados de depósito representativos de tales valores; c) los demás valores que dan derecho a adquirir o a vender tales valores negociables o que dan lugar a una liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas”.



asegura que puede asignarse a una empresa o persona en particular. Adicionalmente, la CNMV se encarga de supervisar el marco de contratos inteligentes establecido por la PFP, con el fin de obtener un sistema amistoso a la protección de los inversores.

## **5. MEDIDAS SUPLEMENTARIAS PARA MINIMIZAR EL RIESGO**

### **5.1. Educación a los clientes**

La primera medida que nos gustaría proponer es la educación de los clientes sobre la inversión, no solo centrada en la micro-financiación, sino en un ámbito más general.

No cabe duda de que nuestro mercado es, hoy en día, un mercado de capitales, en el que muchas cosas se convierten en capitalismo. En esta circunstancia, muchas personas se animan a participar en el beneficio de este medio, el ejemplo típico es la aparición del mercado de valores. Acompañando al entusiasmo por entrar en el mercado de capitales, los conocimientos de los inversores se trasladan siempre a la complejidad del mercado, lo que se traduce en el hecho de que muchos inversores pierdan su riqueza. Aunque en nuestro trabajo hemos insistido en el riesgo moderado que supone la financiación participativa en comparación con otras medidas de inversión, no podemos concluir que los inversores no sufran nunca pérdidas en los proyectos emergentes, Al reforzar la supervisión por parte de la plataforma y las autoridades, incrementar los conocimientos del inversor también es imprescindible, daríamos un paso muy importante en la mejora del sistema de financiación.

El objetivo de educación es doble: por una parte, ayudar a los inversores encontrar una mejor manera de invertir y, por otra, alertarlos con respecto al riesgo de invertir. En coherencia con el objetivo, la educación debe centrarse en dos aspectos: en el conocimiento de la inversión y en la educación sobre el riesgo.

El conocimiento de la inversión se basa principalmente en el examen de la experiencia pasada y en la introducción al funcionamiento de las plataformas. En la LFFE, se requiere la publicación sobre cómo funciona la plataforma, cómo invierte en un proyecto dirigido a todos los usuarios cuando entran en la página web, pero la lectura o no esta información queda en entredicho. La experiencia, como hemos visto, no se evalúa hasta que se solicita la acreditación, de manera que un inversor sin conocimiento de financiación participativa es libre de llevar a cabo una inversión. Por lo tanto, para tener un buen resultado de educación, debe tener una clara, simple y concisa explicación de la inversión, tal y como establece el Reglamento y reforzar el examen de los inversores sobre estas informaciones; es decir, la educación debe ser más activa y eficiente con la evaluación más estricta de los inversores.

Acerca de la educación del riesgo, de conformidad con la LFFE, la plataforma debe realizar una publicación sobre varias advertencias de la inversión, entre ellas la falta de supervisión por parte de la autoridad, la posibilidad de perder la totalidad de la inversión y la irresponsabilidad de la cobertura de la posible pérdida. Además de estas informaciones, sería aconsejable añadir otras informaciones, tal como se señala en el *Draft Common Frame of Reference* (en adelante, DCFR) en materia de las reglas generales del contrato de servicios especialmente entre profesional y consumidor, por ejemplo, la advertencia del resultado no favorable del cliente y el aviso del daño de interés.<sup>773</sup> Por último, a diferencia de la entidad de crédito tradicional, el fracaso de proyecto no afecta, de hecho, al depósito o a la insolvencia de la plataforma, pero el efecto reputacional produce una influencia negativa en la plataforma. Así que pensamos que la educación de riesgo debe incluir la publicación de tasa de morosidad<sup>774</sup> como en el Reino Unido. A través de esta manera, los

---

<sup>773</sup> Véase el art. IV.C.-2. 102: “*Pre-contractual duties to warn*” de la DCFR.

<sup>774</sup> No se exige la presentación de la tasa de morosidad ni de los datos de los proyectos incumplimientos y fallidos, véase art. 91, letra b), 1º de la LFFE. Véase también F. ZUNZUNEGUI, “Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)”, cit., p. 10; M. Cuenca Casas, “Crowdlending o préstamo en masa y evaluación de la solvencia del promotor de la financiación”, cit., p. 33; G. A. Gabison, *Understanding crowdfunding and its regulations. How can crowdfunding help ICT innovation?*, Luxembourg, 2015. p. 11.

inversores pueden conocer y entender el actual riesgo en diferentes plataformas o proyectos; y al mismo tiempo, se proporciona incentivos para que la plataforma seleccione proyectos de mejor calidad, supervise proyectos financiados de forma más exhaustiva y demuestre más visualmente sus resultados en la protección de los derechos de los inversores.

## 5.2. Sistema de confianza

La confianza<sup>775</sup> entre las partes es la base de nuestra sociedad colaborativa.<sup>776</sup> Esta confianza se basa en muchos factores entre personas desconocidas, como la identificación, la experiencia, la autenticidad de la información proporcionada, etc. La dificultad de proceder a la confianza vulnera en gran medida la comunicación entre ellas, por lo que disponemos de dos mecanismos para facilitar el establecimiento del perfil de confianza en el mundo digital, uno es la utilización del sistema crediticio y el otro es el sistema de reputación.

### 5.2.1. Sistema de información crediticia

El sistema crediticio oficial -o agencias de calificación crediticia (*credit bureaus*)<sup>777</sup>- es un mecanismo que proporciona información sobre el endeudamiento para conocer si una persona es financieramente fiable.

---

<sup>775</sup> La confianza consiste en que un sujeto se comprometa a colaborar con otro antes de saber cómo se comportará este último, véase J. S. COLEMAN, *Foundations of social theory*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, 1992. p. 177.

<sup>776</sup> Véase B. CANNON; H. CHUNG, "A framework for designing co-regulation models well-adapted to technology-facilitated sharing economies", *Santa Clara High Technology Law Journal*, vol. 31, 1, 2015. p. 38; A. SUNDARARAJAN, *The sharing economy. The end of employment and the rise of crowd-based capitalism*, MIT Press, Cambridge, 2016. p. 60, en el que se menciona la "infraestructura de confianza digital" (*digital trust infraestructura*) como una manera de aumentar la capacidad de la gente para establecer confianza.

<sup>777</sup> Las empresas o entidades más famosas en este ámbito son Equifax, Experian.

En principio, este mecanismo ayudaría en gran medida al establecimiento del sistema crediticio del mercado y haría accesibles al público las informaciones del pasado actuando como predictor del comportamiento futuro<sup>778</sup>. No obstante, en España, estos organismos privados solo registran datos negativos de solvencia<sup>779</sup> y operan bajo el principio de reciprocidad.<sup>780</sup> El primer aspecto implica que solo se conservan los datos que reflejan la morosidad de los deudores en el sistema de evaluación y el segundo obliga a los prestamistas a facilitar sus datos a la agencia si pretenden obtener datos de los prestatarios. Por otro lado, la información positiva es gestionada por el Banco de España (CIRBE), pero el sujeto que puede consultar esta información se limita a las entidades necesarias,<sup>781</sup> y el acceso a información es también limitada<sup>782</sup>. Por lo tanto, aunque se ha obtenido una base de datos completa en el Banco de España, tanto la plataforma como los inversores no tienen acceso a esta sin el permiso o consentimiento del promotor.

La digitalización es inevitable estos días especialmente en el mundo comercial, así que las autoridades pueden obtener y analizar miles de datos sobre cada persona y empresa, y se

---

<sup>778</sup> Véase M. J. MILLER, *Credit reporting systems and the international economy*, MIT Press, Cambridge, 2003. p. 25.

<sup>779</sup> Los datos negativos se refieren a los asuntos de morosidad o reclamación; en cambio, los datos positivos incluyen el informe de garantía, el activo, la estructura de la deuda, el empleo, entre otros datos más neutral (*white list*). Véase T. JAPPELLI; M. PAGANO, "The role and effects of credit information sharing", en *The economics of consumer credit*, MIT Press, Cambridge, 2006. p. 348; THE WORLD BANK, *General for credit reporting*, Washington, 2011. p. 68. De hecho, los datos positivos son más propicios para reducir la morosidad y el coste crediticio. Véase M. CUENA CASAS, "Intercambio de información positiva y funcionamiento del mercado de crédito", *InDret*, 3, 2017. p. 23.

<sup>780</sup> Véase T. JAPPELLI; M. PAGANO, "The role and effects of credit information sharing", cit., p. 347-348.

<sup>781</sup> De conformidad con las normas del Banco de España, solo aquellas entidades obligadas a declarar información como el Instituto de Crédito Oficial, los bancos, las cajas de ahorros pueden obtener la información contenida en la base de datos de los datos positivos. Véase la Circular 1/2013, de 24 de mayo, del Banco de España, sobre la Central de Información de Riesgos y por la que se modifica la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, a las entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros (BOE, 31 de mayo de 2013, núm. 130, p. 41097-41263), y el art. 60 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (BOE, 23 de noviembre de 2002, núm. 281, p. 41273-41331); M. CUENA CASAS, "Préstamo responsable, información crediticia y protección de datos personales", cit., p. 178-180.

<sup>782</sup> Véase la Norma tercera de la Circular 1/2013, de 24 de mayo, del Banco de España, que indica que el CIRBE ofrece los datos relativos a las operaciones de riesgo agregado por encima de los 9.000 euros.

puede hacer un buen uso de estas informaciones para evitar grandes pérdidas en el futuro. Por ejemplo, la persona morosa en el pago de sus deudas y que haya obtenido una mala puntuación en la obtención de crédito no puede solicitar más financiación de préstamos en la PFP con el objeto de hacer frente al pago de los préstamos bancarios. En este sentido, es necesario mejorar el sistema crediticio para corregir la opacidad de la información.

En relación con el sujeto que puede tener acceso a estas informaciones credenciales, estimamos que la mejor opción es que lo sea la plataforma. Por un lado, el coste de la consulta al público es elevado y, sin duda, la plataforma tiene a su alcance más recursos disponibles, como puede ser la consulta del Registro Mercantil. Por otro lado, la plataforma es una entidad autorizada y algunos datos crediticios son confidenciales o requieren medidas de protección de los datos personales; los inversores, obviamente, no tienen esta capacidad. A estos efectos, la consulta al registro de crédito se limita a la plataforma para que se evalúe el nivel del riesgo del promotor y su proyecto. La tecnología *Blockchain* también ayuda al establecimiento del sistema crediticio,<sup>783</sup> porque la cadena de registros distribuidos se toma alojando todos los datos de las experiencias pasadas,<sup>784</sup> en cierto modo, reduce el coste de portabilidad de datos entre entidades y plataformas diferentes.

### 5.2.2. Reputación de la plataforma

La reputación digital también contribuye a la digitalización de la confianza que ya ha dibujado una buena práctica en las plataformas colaborativas<sup>785</sup>. El sistema de reputación,

---

<sup>783</sup> Véase R. BARCELÓ COMPTE, "La reputación de las plataformas como motor de confianza en la economía colaborativa", en Antonio Ortí Vallejo, Gemma Rubio Gimeno (eds.) *Propuestas de regulación de las plataformas de Economía Colaborativa: perspectivas general y sectoriales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2019. p. 202.

<sup>784</sup> Véase F. HAWLITSCHKEK; B. NOTHEISEN; T. TEUBNER, "The limits of trust-free systems: A literature review on blockchain technology and trust in the sharing economy", *Electronic Commerce Research and Applications*, vol. 29, 2018. p. 57.

<sup>785</sup> Véase CNMC, *Estudios sobre los nuevos modelos de prestación de servicios y la economía colaborativa E/CNMC/004/15*, 2016. p. 169.

a diferencia del sistema crediticio, se alimenta de las valoraciones de los usuarios con su opinión sobre el proyecto y el promotor. No se trata, pues, de un sistema, sino basado en la propia experiencia sobre la inversión.

Este mecanismo tiene tres valores principales. En primer lugar, para los inversores, especialmente los potenciales, ya que pueden tener más interés o preparación para el riesgo como complementario al riesgo indicado en la plataforma; en segundo lugar, para los promotores, puesto que las valoraciones son un *feedback* y un incentivo para llevar a cabo una mejora en el futuro; finalmente, desde el punto de vista de la plataforma, con un coste moderado, genera una gran cantidad de información para su modo de negocio,<sup>786</sup> como puede ser la preparación de la comunicación comercial para los promotores que tengan una valoración más destacada y facilitar el acceso a los mismos<sup>787</sup>. La valoración no es unilateral, sino bilateral, es decir, los promotores también pueden dejar su opinión sobre los inversores.

No obstante, la creación del sistema reputacional no es tan fácil y no funciona perfectamente como aparentemente hemos indicado<sup>788</sup>. Hasta ahora, el establecimiento del sistema de calificación es una opción opcional para la plataforma, por lo que tampoco existe

---

<sup>786</sup> Véase COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación: Una agenda europea para la economía colaborativa COM(2016) 365 final*, cit. Una Agenda para la Economía Colaborativa, Com. 356 final, p. 4; PARLAMENTO EUROPEO, "Resolución del Parlamento Europea de las plataformas en línea y el mercado único digital", 2017, fecha de consulta 18 marzo 2020, en [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2017-0204\\_ES.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2017-0204_ES.html). considerandos 22, 27, 28.

<sup>787</sup> Véase CNMC, *Estudios sobre los nuevos modelos de prestación de servicios y la economía colaborativa E/CNMC/004/15*, cit., p. 47.

<sup>788</sup> Aunque existe un estándar de la Organización Internacional de la Estandarización (The International Organization for Standardization, ISO) ISO 20488:2018 en materia de la recopilación, moderación y publicación de los comentarios de consumidor online, hasta el año 2020, no existe mucha aplicación de este estándar. En este estándar, se proponen los principios de tratamiento de los comentarios, el proceso de colección, moderación y publicación de los comentarios seleccionados. Véase ISO, "ISO 20488:2018(en). Online consumer reviews — Principles and requirements for their collection, moderation and publication", 2018, fecha de consulta 18 marzo 2020, en <https://www.iso.org/obp/ui/#iso:std:iso:20488:ed-1:v1:en>.

una regulación relevante.<sup>789</sup> Considerando que los problemas de las plataformas digitales también ocurren en las PFP, se pueden plantear diferentes cuestiones. La primera de ellas hace referencia a la autenticidad de la opinión. La dependencia recíproca de la valoración sí que genera una situación equivalente entre promotores e inversores, pero el riesgo es que la veracidad de la información se vea afectada por esta amenaza de revisión negativa recíproca.<sup>790</sup> Además, muchos llegan a tentar a otra parte con una remuneración dineraria para que obtener un comentario positivo.<sup>791</sup> Otra cuestión que puede afectar a la eficacia de las opiniones sobre la reputación proviene de la posible eliminación de valoraciones por parte de la plataforma,<sup>792</sup> de tal modo que la manipulación de los comentarios puede provocar una distorsión de la selección de proyectos o incluso de su plataforma, así que se hace necesario el establecimiento de un mecanismo que permita salvaguardar el sistema de reputación.<sup>793</sup> Por último, la reputación de la plataforma también depende de la voluntad de los usuarios a hacerlo. La mayoría de los inversores o promotores no tienen un incentivo para hacer los comentarios, salvo aquellos que han sufrido mucho en el proyecto, por lo que los comentarios no son completos para describir la situación del proyecto y, a menudo, son negativos, mientras que hay carencia de comentarios relativos a experiencias positivas.

Considerando todos los problemas indicados, se plantean las siguientes propuestas para mejorar el sistema de valoración. En primer lugar, es conveniente seguir disponiendo de sistema de reputación en la PFP, porque el promotor puede tener una buena reputación en la próxima ronda de financiación y el inversor puede tener más confianza en otros proyectos

---

<sup>789</sup> C. BUSCH, "Crowdsourcing consumer confidence. How to regulate online rating and review systems in the collaborative economy", en Alberto De Franceschi (ed.) *European contract law and the digital single market: Implications of the Digital revolution*, Intersentia, Cambridge, 2016. p. 223 y ss.

<sup>790</sup> Véase T. SLEE, "Some obvious things about Internet Reputation systems", 2013. p. 1-13, p. 6-7.

<sup>791</sup> Los vendedores en Taobao, aunque la plataforma lo prohíbe, ponen en contacto personalmente con los compradores para obtener un comentario de cinco estrellas.

<sup>792</sup> A veces, los promotores también pueden seleccionar los comentarios para divulgarlos en pocas plataformas, no creemos que sea una actuación habitual.

<sup>793</sup> Véase B. CANNON; H. CHUNG, "A framework for designing co-regulation models well-adapted to technology-facilitated sharing economies", cit., p. 38-40.

de la plataforma según los comentarios existentes. No obstante, este servicio no debería ser un servicio obligatorio, porque cuando una PFP tiene una buena práctica de la valoración sistemática, otras plataformas tienden a adoptar el mismo mecanismo en el futuro. En segundo lugar, debe establecerse un mecanismo para asegurar la transparencia de la valoración, es decir, que solo los inversores reales puedan valorar y que todas sus opiniones queden reflejadas en el sistema de forma completa, sin perjuicio de eliminación de comentarios en situaciones limitadas. En la Generalitat de Cataluña, el Código de buenas prácticas de las plataformas de economía colaborativa hace indicación algunos contenidos obligatorios en el sistema de reputación, tales como *“la verificación de la identidad del usuario, el hecho que se hayan utilizado los bienes y/o servicios por parte de quien puntúa y que no se hayan recibido, de cualquier manera, incentivos o compensaciones directas o indirectas para emitir la valoración”*<sup>794</sup>. Esto también puede aplicarse al sistema de PFP. En tercer lugar, se ha de permitir la portabilidad de los datos de valoración a otra plataforma, de conformidad con el derecho de portabilidad concedido por el Reglamento 2016/676 relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales (en adelante, RGPD)<sup>795</sup> y la LOPDGDD. Y, finalmente, en cuarto lugar, introducir con mucha precaución la evaluación anónima para evitar la difamación por la valoración recíproca.

### 5.3. Protección de los socios minoritarios

Desde el punto de vista de la desprotección de inversores en la sociedad, lo más esencial es la protección de los socios minoritarios porque en la LFFE no ha previsto ninguna cláusula concreta dirigida a la regulación estatutaria de una sociedad de capital.

---

<sup>794</sup> Véase AGÈNCIA CATALANA DEL CONSUM DEL GENERALITAT DE CATALUNYA, *Código de buenas prácticas de las plataformas de economía colaborativa*, 2016.

<sup>795</sup> Reglamento (UE) 2016/679 del Parlamento europeo y del Consejo, de 27 de abril de 2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y por el que se deroga la Directiva 95/46/CE (Reglamento general de protección de datos). *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, 4 de mayo de 2016, núm. 119, p. 1-88.



### 5.3.1. Procedimiento de la ampliación de capital y su ejecución

Sin duda, la primera decisión que adopta el promotor al determinar la financiación participativa es la ampliación de capital, debido a que es un mecanismo para introducir nuevos socios o accionistas o prestamistas a la sociedad, lo cual en gran medida afecta al funcionamiento de la sociedad promotora.<sup>796</sup> Sin embargo, tanto la LFFE como las guías de CNMV no menciona esta obligación del promotor.

De conformidad con los arts. 160, 285 y 296 de la Ley de sociedades de capital, la decisión del aumento de capital se adopta por parte de la Junta General de socios con cierto consentimiento de los socios<sup>797</sup> o de los administradores<sup>798</sup>. Pero la naturaleza jurídica de la LFFE requiere que el aumento de capital se realice mediante la emisión de participaciones sociales o acciones o valores de aportaciones dinerarias y esta cantidad tiene el límite de dos millones de euros en un año para los inversores, o cinco millones de euros cuando todos los inversores estén acreditados. Tras la aprobación del aumento de capital social, es obligatorio llevar a cabo la correspondiente modificación de los estatutos sociales. Aunque será competencia de la Junta General, los administradores deberán redactar la propuesta del texto y, en el caso de la sociedad anónima, se requiere un informe escrito con la justificación. En la convocatoria de la junta, los administradores deben poder manifestar su opinión sobre la modificación, por lo que tienen el derecho a examinar la propuesta. La modificación de los estatutos debe inscribirse en el Registro Mercantil.

---

<sup>796</sup> En la mayoría de los casos, el importe de la financiación mediante PFP es inferior al 15% del total por una ronda. Véase S. ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, "El equity crowdfunding o inversión en masa - la financiación por medio de emisión de valores y obligaciones", cit. p. 72.

<sup>797</sup> Para el aumento y modificación de los estatutos sociales, en la sociedad de responsabilidad limitada, se adoptará con la mayoría legal reforzada, es decir, hay que contar con el voto favorable de más de la mitad de los votos del capital social o la mayoría estatutaria si los estatutos sociales establecen mayorías superiores tanto en las sociedades de responsabilidad limitada y como en las sociedades anónimas.

<sup>798</sup> De acuerdo con el art. 297 de la Ley de sociedades de capital, en las sociedades anónimas, existe la posibilidad de delegar en los administradores la facultad de fijar la fecha en que deba llevarse a efecto el aumento y de fijar las condiciones no previstas en el acuerdo de la junta; o bien faculta a los administradores para acordar el aumento del capital social hasta un importe y en una cuantía determinados siempre y cuando el aumento no exceda de la mitad del capital social de la sociedad en el momento de la autorización.

Conforme a lo que dispone el art. 304 de la Ley de sociedades de capital, todo socio tiene un derecho de preferencia, que consiste en asumir un número de participaciones sociales o en suscribir un número de acciones en los aumentos de capital social con emisión de nuevas participaciones sociales o de nuevas acciones. Normalmente cuando se adopta el acuerdo de ampliación de capital, se fija un plazo para que los socios ejerzan este derecho, y en la sociedad anónima, el plazo es fijado por los administradores. Sin embargo, en el caso de la financiación participativa, es necesario ofrecer una parte de las participaciones a los inversores, así que por este “interés empresarial”, la Junta General podrá acordar la exclusión del derecho de preferencia al determinar el aumento de capital.<sup>799</sup> La decisión de la Junta General no es suficiente, se obliga a que los administradores redacten informes sobre los datos de las nuevas acciones, y se debe hacer constar la propuesta de supresión del derecho de preferencia en la convocatoria de la junta, así como el valor nominal de las nuevas participaciones o las nuevas acciones correspondientes al valor real atribuido en el informe correspondiente.

Después de toda la preparación desde el punto de vista societario y antes de la publicación de proyectos, debe preverse la eventualidad de que se produzca la situación en la cual el aumento del capital sea mayor o menor de lo que establece. En el primer caso, dado que la LFFE ofrece la posibilidad de recaudar el 125% del fondo, es preciso que se establezca una cantidad del 25% superior al importe publicado. En el segundo caso, se ha previsto que la PFP puede posibilitar el éxito de financiación con el 90% del capital recaudado, así que es mejor mencionarlo expresamente en el acuerdo de Junta General sobre la posibilidad de recaudar menos de lo pactado.

---

<sup>799</sup> Véase F. PAÑEDA USUNÁRIZ, “La protección del inversor en la Ley 5/2015 reguladora del crowdfunding”, cit., p. 6.

Una vez que el proyecto de financiación haya alcanzado el importe dentro del plazo establecido,<sup>800</sup> la compañía debe empezar a tener el acuerdo o escritura con los inversores y llevar a cabo la inscripción de los nuevos socios o accionistas. Los acuerdos de adquisición de participaciones sociales, acciones o valores representativos, necesitan ser elevados a escritura pública<sup>801</sup>. La elevación a escritura pública puede ser llevada a cabo por el promotor y la PFP, si la plataforma tiene el mandato representativo correspondiente. Tanto el acuerdo como su ejecución deben ser inscritos en el Registro Mercantil para ser publicados en la BORME, a efectos de publicidad<sup>802</sup>.

La Ley de sociedades capital les otorga a los socios un derecho especial que es el derecho a la restitución de aportaciones de conformidad con el art. 316. Así, siempre que hubieran transcurrido 6 meses desde la apertura del plazo de llevar a cabo la ampliación de capital sin que se hubieran presentado para su inscripción, los socios o accionistas nuevos puedan solicitar la resolución del acuerdo y exigir la restitución de las aportaciones. Aunque no afecta el resto de las aportaciones, los administradores deberán presentar las nuevas escrituras con indicación de la situación de restitución.

---

<sup>800</sup> Considerando la naturaleza de la plataforma, los socios no aportan capital directamente a la cuenta de la sociedad promotora, sino que la PFP desembolsa todos los fondos recaudados al mismo tiempo, así que existen dos maneras de manejarlos. Una es que la plataforma haga el depósito a nombre de la sociedad y cuente la fecha, y la otra es que los fondos se entreguen directamente al notario para que los deposite a nombre de la sociedad. Véase S. ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, "El equity crowdfunding o inversión en masa - la financiación por medio de emisión de valores y obligaciones", cit., p. 77-78.

<sup>801</sup> El requisito de un documento público solo tiene la función de "*medio de prueba*" y de "*oponibilidad de la transmisión a los terceros*", es decir, el acuerdo privado goza de la validez. Véase Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) 956/2011, de 5 de enero de 2012 (recurso 931/2008) y Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) 234/2011, de 14 de abril de 2011 (recurso 1147/2007).

<sup>802</sup> Se distingue entre la inscripción constitutiva y la inscripción declarativa sobre la eficacia jurídica de la publicidad registral. La primera es un elemento esencial para que la circunstancia societaria inscrita produzca los efectos jurídicos, por ejemplo, el art. 33 de la LSC. En el caso de que la falta de inscripción del hecho o acto no afecte a su validez, se considera una inscripción declarativa.

### 5.3.2. Tutela del derecho de los inversores

De acuerdo con lo establecido en la LFFE, los derechos de los socios inversores pueden ser libremente determinados por los contratantes. Una vez que los inversores participen en un concreto proyecto de inversión, principalmente nos concentráramos en el derecho de los socios una vez que invierten mediante la PFP. En la actualidad, el inversor es un socio minoritario por la aportación pequeño permitido.

#### 5.3.2.1. Pactos parasociales

Considerando que la LFFE no ha previsto este mecanismo de protección de inversores, estos inversores deberían ser más cuidadosos con el pacto de los socios en lo que respecta a las cláusulas relacionadas con unos derechos especiales.

En cuanto a los proyectos de valores (de las sociedades de responsabilidad limitada o no), los inversores están obligados a respetar los pactos parasociales. Se trata de pactos convenidos entre los socios en forma de cláusulas predispuestas y que no están incluidos en los Estatutos Sociales. En tal caso, los inversores no pueden negociar con la sociedad al contratar la financiación, si no cumplen con los requisitos establecidos en los pactos; pero una vez los acepten, los pactos sociales tienen eficacia frente a los inversores, que se verán obligados a cumplir con el reglamento de la sociedad promotora, aunque no sean firmantes del pacto. Para proteger los derechos societarios de los inversores, la LFFE ha dispuesto específicamente limitaciones en materia del ejercicio del derecho de voto y de la política de transmisibilidad: *“habrán de ser comunicados inmediatamente a la propia sociedad y por ésta al resto de socios”*. La expresión de “socio” indica que en la publicidad no ha de incluir las condiciones establecidas en los pactos parasociales mientras los inversores no hayan obtenido la identificación de accionista. Al mismo tiempo, el requisito de que la comunicación deba hacerse “inmediatamente” revela que no se debe demorar la comunicación que permita tener conocimiento del contenido del pacto. Por lo tanto, existe opinión de que el plazo sería el tiempo que *“media entre el desembolso de la inversión y la*

*elevación a escritura pública del acuerdo de modificación estatutaria por ampliación de capital*<sup>803</sup>. No obstante, este periodo parece injusto para los inversores. En primer lugar, la LFFE no ha establecido la facultad de desistir, de manera que aunque los inversores conozcan el contenido del pacto social, pero no estén conformes sobre el régimen de transmisibilidad y/o su derecho de voto, no podrán optar por retirarse de la sociedad. En segundo lugar, el contenido se limita a un determinado derecho del socio, el régimen de distribución, pero el régimen de suscripción preferente, entre otros derechos, son excluidos de la regulación de LFFE. De ello se desprende la necesidad de responder a la cuestión de cuál es la relación entre los socios y el pacto social existentes. La respuesta debe ser que, de ordinario, no existe la suscripción automática al pacto social, es decir, que los nuevos socios pueden rechazar firmarlo por ser contrario a sus intereses, salvo un pacto social omnilateral.

Algunos países proponen la incorporación de cláusulas societarias en el proyecto de inversión con carácter obligatorio, como por ejemplo, establecer el derecho de acompañamiento de los minoritarios en los estatutos sociales.<sup>804</sup> Sin embargo, tampoco creemos que imponer demasiadas obligaciones a la promotora sea adecuado, ya que, al fin y al cabo, la sociedad de capital es una forma flexible que sirve para llevar a cabo las actividades económicas, de manera que las obligaciones desproporcionadas solo ahogan la voluntad de recaudar fondos a través de la financiación participativa. Por ello, preferimos decir que es recomendable realizar algunos cambios en su pacto de socio o en los estatutos sociales, y es aconsejable que la PFP incorpore este criterio en su tabla de evaluación de los proyectos.

---

<sup>803</sup> F. PAÑEDA USUNÁRIZ, "La protección del inversor en la Ley 5/2015 reguladora del crowdfunding", cit., p. 8.

<sup>804</sup> Véase S. ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, "El equity crowdfunding o inversión en masa - la financiación por medio de emisión de valores y obligaciones", cit., p. 70.

### 5.3.2.2. Falta de reparto de dividendos

La falta de reparto de dividendos ocurre con frecuencia en las sociedades porque el reparto se basa en el beneficio del ejercicio anterior y una parte de los beneficios debe cubrir las pérdidas de los ejercicios anteriores, la reserva legal o estatutaria. En realidad, la falta de dividendos por las razones indicadas no resulta en un problema para los inversores. En cambio, si existen beneficios suficientes, pero no hay distribución, sí que es relevante para ellos y merece nuestra atención.

Pues bien, el art. 348 bis, que fue introducido por la Ley 25/2011<sup>805</sup> con el fin de proteger el derecho de los socios minoritarios, les otorga un derecho de separación de la sociedad. El ejercicio de este derecho depende de 3 condiciones: 1) la falta de distribución de dividendos de al menos 25% de los beneficios obtenidos del ejercicio anterior; 2) durante los 3 ejercicios anteriores la sociedad hubiera obtenido beneficios; 3) el total de dividendos distribuidos durante los 5 años es menos que el 25% de los dividendos distribuibles; 4) hubiera reclamado su protesta por la insuficiencia de los dividendos. A estos efectos, durante los 5 años de ejercicio, si los inversores no pueden disponer de los dividendos oportunos a tiempo, podrán optar por salir de la situación de paralización de la sociedad.

En el caso del proyecto de financiación participativa, es aconsejable contar con un mecanismo más flexible, por lo que es mejor ofrecer más opciones de salida ante la falta de dividendo, como, por ejemplo, acordarse en dos años para la recuperación de los costos de capital; exigir un informe del promotor para presentar las explicaciones sobre la falta de rendimiento con la intervención de la plataforma; o aprovechar el mercado de reventa de la plataforma.

---

<sup>805</sup> España. Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas. *BOE*, 2 de agosto de 2011, núm. 184, p. 87462-87477.

### 5.3.2.3. Dilución de participaciones en la sociedad

Acerca del segundo problema, la dilución es uno de los riesgos más típicos para los inversores, puesto que es en gran medida inevitable, dado que por un lado, una *start-up* no puede desarrollarse con una única financiación, sino con varias rondas de inversión; por otro lado, es difícil gestionar la dilución debido a que la forma de aumento de capital es diversa, y la manera de aprovechamiento del derecho de suscripción preferente únicamente se aplica a las aportaciones dinerarias, es decir, el préstamo y la compensación de créditos no están incluidos en el ámbito de aplicación de este derecho.

La dilución no solo representa una disminución de una parte de las acciones o participaciones, sino que también empeora la situación de socio minoritario o provoca que los inversores se conviertan en socio minoritario. Sin embargo, el aumento de capital es, de hecho, imprescindible para desarrollar o diversificar su cartera. A este respecto, no podemos impedir directamente la posibilidad de ejecutar el aumento de capital después de la financiación, sino más bien encontrar algún método de proteger el derecho de los inversores de la PFP.

Dado que el derecho de suscripción preferente puede defender su posición societaria, los inversores pueden aprovechar este mecanismo. Sin embargo, en el caso de compensación de créditos o aportación no dineraria, los inversores no siempre tienen protección suficiente, así que será una cierta limitación a la dilución, como, por ejemplo, que la compensación de créditos o la aportación no dineraria sea razonable, o que los inversores tengan régimen de *exit* en el caso de la posible dilución de sus participaciones, o, también, establecer en sus estatutos el derecho de suscripción preferente en todos los casos.<sup>806</sup>

---

<sup>806</sup> Véase S. ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, "El equity crowdfunding o inversión en masa - la financiación por medio de emisión de valores y obligaciones", cit., p. 72-73.

#### 5.3.2.4. Limitación de la salida de inversores

Uno de los temas más discutidos en la práctica es la salida de los inversores, ya que la transmisión de participación o acción será una manera más factible de rentabilizar dado el menor riesgo que supone. Sin embargo, la transmisión se enfrenta a los obstáculos naturales de la figura de sociedad. Por ejemplo, en las sociedades de responsabilidad limitada, si los estatutos no estipulan lo contrario, la transmisión es libre solo por *actos inter vivos* realizados a favor del cónyuge, ascendiente o descendiente del socio o a favor de sociedades del mismo grupo; es decir, en principio, no es libre la transmisión de participación a los terceros, sino que primero se debe comprobar lo acordado en los estatutos<sup>807</sup> y en su defecto, aprovechar el procedimiento dispuesto en el art. 107.2 de la Ley de sociedades de capital, utilizando el mecanismo del derecho de adquisición preferente, etc. En cambio, en cuanto a la sociedad anónima, en teoría es de libre transmisión, pero debe comprobarse si existe alguna limitación regulada en los estatutos sociales.

Adicionalmente, el pacto de los socios plantea unas limitaciones importantes a los inversores.<sup>808</sup> Una de las más frecuentes es la prohibición absoluta de transmisión al inicio de inversión. Por ejemplo, se permite un plazo de dos años desde la constitución de la sociedad anónima<sup>809</sup> o cinco años desde la constitución de la sociedad de responsabilidad limitada o desde la escritura pública de la ejecución de una ampliación de capital<sup>810</sup> para impedir la transmisión de acciones o participaciones. También pueden existir cláusulas relativas al derecho de primera oferta, transmisión forzosa o transmisión *mortis causa* en

---

<sup>807</sup> Aunque los estatutos sociales gozan de prioridad sobre la aplicación del procedimiento legal, la sociedad de responsabilidad limitada no puede quedar totalmente abierta y conservar su naturaleza jurídica de sociedad cerrada, es decir, la participación no puede ser libremente transmisible a terceros. Véase el art. 108.1 de la Ley de sociedades de capital.

<sup>808</sup> Véase el art. 80.1. c) de la LFFE.

<sup>809</sup> Véase el art. 123.4 del Reglamento de Registro Mercantil.

<sup>810</sup> Véase el art. 108. 4 de la Ley de sociedades de capital.



los pactos parasociales, que tienen efecto influyente en los inversores nuevos.<sup>811</sup> El pacto de socios también puede incorporar cláusulas como la designación de un comprador cuando un inversor determine la transmisión de su participación.<sup>812</sup>

Por lo tanto, la plataforma puede establecer un mercado de reventa como la que establece el Reglamento. La ventaja de este método es que la plataforma también puede ser un supervisor del mercado, por ejemplo, estableciendo el requerimiento de revelar el rendimiento pasado cuando el inversor quiere vender su porción, o incluso transmitiendo directamente el folleto original del proyecto. Sin embargo, como la reventa de participaciones ya ha salido del alcance de la financiación participativa, y ha surgido de una relación entre el inversor y el promotor, la plataforma no puede intervenir tanto en este mercado.

#### 5.3.2.5. *Dificultad de participar en el negocio*

La participación en el negocio no tiene lugar frecuentemente en la actualidad, pero como una manifestación del valor de “emisión de acciones o participaciones”, a fin de eliminar ciertos obstáculos, la LFFE plantea en su art. 80 que los estatutos sociales deberán reconocer “*el derecho de asistencia a la junta por medios telemáticos*” y “*el derecho de representación en la junta general por cualquier persona*”. Estos dos derechos son las dos únicas disposiciones obligatorias establecidas en la LFFE en cuanto al contenido de los estatutos sociales. Frente a los dos problemas anteriores del inversor, es evidente que la intención del legislador es garantizar la protección de los inversores y, al mismo tiempo, no afectar el funcionamiento básico de la sociedad promotora al evitar la ingobernabilidad

---

<sup>811</sup> Véase A. SERRANO ACITORES, “Los pactos parasociales en el contexto del equity crowdfunding”, en Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González-Serrano (eds.) *Crowdfunding: Aspectos legales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2016. p. 273-277.

<sup>812</sup> Este mecanismo de designación de un comprador es una manera alternativa a la disposición de derecho de suscripción preferente, y es más favorable tanto para los socios existentes como para el socio que pretende salir.

provocada por la dispersión de su accionariado,<sup>813</sup> por lo que es lógico regular únicamente la forma de asistencia y representación en la junta. Por supuesto, la asistencia telemática también puede ir acompañada de la convocatoria por internet, la gestión telemática, la comunicación por medios electrónicos, etc.<sup>814</sup>

Acerca de la toma de decisiones, el establecimiento de una mayoría reforzada será oportuno para evitar el abuso del control mayoritario, que está permitido en el art. 200 de la Ley de sociedades de capital, siempre y cuando la mayoría no alcance la unanimidad. Las operaciones societarias pueden contener unos acuerdos importantes, por ejemplo, el aumento de capital, la fusión o adquisición, la escisión, entre otros.

Normalmente las participaciones carecen de derecho a voto<sup>815</sup> lo que también está contemplado en el art. 94 de la Ley de sociedades de capital. A través de esta disposición, el promotor no pierde el control sobre la sociedad después de más de una ronda de financiación. Por otro lado, los inversores pequeños que no tienen el conocimiento suficiente no afectan al negocio habitual de la sociedad promotora. Como una forma de compensación, además de los demás derechos de las ordinarias, los socios gozan del

---

<sup>813</sup> La difusión de su accionariado puede encontrarse por la escasa relevancia de sus numerosos socios, y por la dispersión geográfica de los mismos. Véase F. PAÑEDA USUNÁRIZ, “La protección del inversor en la Ley 5/2015 reguladora del crowdfunding”, cit., p. 7.

<sup>814</sup> Véase el art. 173 de la Ley de sociedades de capital, la convocatoria puede realizarse mediante la página web corporativa de la sociedad siempre que ésta tenga su domicilio web debidamente inscrito en el Registro Mercantil; y también puede crear una zona reservada a los socios a la que solo puedan acceder éstos como sistema de alerta en la página corporativa. También véase el art. 11 quáter, las comunicaciones, incluido el envío de documentos, solicitudes e información, podrán realizarse por medios electrónicos, pero la sociedad necesita asegurar la recepción y el contenido de estas comunicaciones.

<sup>815</sup> Véase S. ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, “La propuesta de regulación de la inversión en masa o equity crowdfunding”, *Diario La Ley*, 8320, 2014.; C. GRACIA LABARTA, “Presente y futuro del crowdfunding como fuente de financiación de proyectos empresariales”, cit. p. 7; S. CAMACHO CLAVIJO, “El crowdfunding: régimen jurídico de la financiación participativa en la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial”, cit. p. 95.

derecho a un dividendo preferente,<sup>816</sup> privilegio en caso de reducción de capital por pérdidas,<sup>817</sup> y el privilegio en la cuota de liquidación<sup>818</sup>.

#### 5.3.2.6. Expropiación por los socios mayoritarios

La venta de sociedad emergente también se produce con cierta frecuencia porque la venta de sociedad normalmente conlleva un gran rendimiento para empresas de nueva creación.<sup>819</sup> No obstante, esta operación siempre provoca riesgos para los inversores debido a la posibilidad del control por parte de los socios mayoritarios.<sup>820</sup>

Cuando los inversores pretenden realizar la venta de su participación de la sociedad, existen dos formas. Una es vender en un mercado oficial si la sociedad cotiza en bolsa (OPV) y la otra es vender a otra empresa o fondo de capital de riesgo. La venta en el mercado oficial es la más segura y deseable, pero cotizar en la bolsa sería difícil para la sociedad promotora, así que la mayoría de la venta se realiza por la segunda vía. Sin embargo, este método de venta se ve afectado por los mayoritarios dado que el adquirente solo pretende obtener el control sobre la sociedad.

---

<sup>816</sup> Véase el art. 99 de la Ley de sociedades de capital. Los titulares de este tipo de participaciones o acciones sin voto gozan del derecho a percibir el dividendo anual mínimo, fijo o variable, y siempre pueden tener el beneficio si existen beneficios distribuibles; en el caso de que no haya beneficios suficientes distribuibles, también tienen derecho a que se les pague dentro de los cinco ejercicios siguientes. Por lo tanto, los titulares tienen un derecho “preferente” a la retribución en comparación con los demás socios ordinarios.

<sup>817</sup> Véase el art. 100 de la Ley de sociedades de capital, “[l]as participaciones sociales y las acciones sin voto no quedarán afectadas por la reducción del capital social por pérdidas, cualquiera que sea la forma en que se realice, sino cuando la reducción supere el valor nominal de las restantes”.

<sup>818</sup> Véase el art. 101 de la Ley de sociedades de capital, los titulares tienen derecho a obtener el reembolso antes de que se distribuya a los socios.

<sup>819</sup> Véase S. ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, “El equity crowdfunding o inversión en masa - la financiación por medio de emisión de valores y obligaciones”, cit., p. 74.

<sup>820</sup> Véase E. HERNÁNDEZ SÁINZ, “Los límites de inversión como protección del inversor en equity crowdfunding”, en Carmen Alonso Ledesma, Isabel Fernández Torres, María Sagrario Navarro Lérica, Reyes Palá Laguna (eds.) *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño, reformas pendientes y andantes*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2016. p. 996-1000.

Así pues, en la actualidad, es recomendable incorporar un mecanismo de “tag along” (derecho de acompañamiento)<sup>821</sup> y “drag along” (derecho de arrastre)<sup>822</sup> en el pacto social, lo cual puede favorecer la venta de una empresa y también al minoritario. Alguna plataforma como The Crowd Angel ha mencionado la inclusión de estas cláusulas en el modelo de contrato de inversión y, en la práctica, estos dos requerimientos son legales<sup>823</sup> y muy frecuentes en los pactos parasociales de las *startups*.<sup>824</sup>

## 5.4. Protecciones de otros derechos en el negocio

### 5.4.1. Protección de datos personales

La protección de datos personales merece nuevamente nuestra atención porque los principios de protección de datos, derivados del art. 6 de la LOPDGDD y el art. 8 del RGPD, abarcan la minimización de los datos obtenidos, la transparencia de la finalidad y la proporcionalidad en el tratamiento,<sup>825</sup> mientras que la PFP requiere una documentación pormenorizada tanto para los promotores como para los inversores según la LFFE. Por lo tanto, debemos centrarnos en la finalidad probable de la actividad de financiación colectiva y cómo proteger estos datos recopilados en la relación triangular entre la plataforma, los inversores y los promotores.

---

<sup>821</sup> El derecho de acompañamiento es el derecho de vender en las mismas condiciones que el socio mayoritario a terceros cuando se produce fusión, venta o alianza.

<sup>822</sup> El derecho de arrastre tiene como fin brindar protección a los socios mayoritarios porque los minoritarios deben vender junto con sus participaciones o acciones.

<sup>823</sup> La legalidad de estas cláusulas a los principios de la sociedad es afirmada, puesto que la incorporación del derecho a transmitir y el derecho de adquisición preferente al estatuto o pacto parasocial es una práctica común. Véase S. ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, “El equity crowdfunding o inversión en masa - la financiación por medio de emisión de valores y obligaciones”, cit., p. 76.

<sup>824</sup> Véase L. SOLANS CHAMORRO, “Contratos entre socios y startups. Aspectos prácticos”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, vol. 52, 2019. p. 42-43.

<sup>825</sup> Véase V. ALARCÓN SEVILLA, “Los datos personales de los usuarios en la economía colaborativa: ¿protección o negocio?”, en Rosalía Alfonso Sánchez, Julián Valero Torrijos (eds.) *Retos jurídicos de la economía colaborativa en el contexto digital*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2017. p. 129.

Los datos personales hacen referencia a “*toda información sobre una persona física identificada o identificable*” como el nombre, los datos de localización, entre otros elementos propios de dicha persona, tal y como establece el art. 4 del RGPD.

En particular, cuando se propone un mecanismo para hacer accesibles los datos negativos y positivos de solvencia, el riesgo para la protección de los datos se incrementa, debido a la frecuencia y la cantidad de la cesión de datos. Tanto el RGPD como la LOPDGDD no contienen ninguna regulación específica sobre los datos de solvencia patrimonial positivos,<sup>826</sup> por lo que solo podemos aprovechar las normas básicas para adaptarlas en nuestra situación. Ante todo, los datos antedichos son considerados como datos personales, y de acuerdo con el art. 6.1 del RGPD sobre la legitimidad de la cesión de datos personales, esta debe producirse mediante el consentimiento del interesado o por la necesidad del contrato o, finalmente, por la existencia de un interés legítimo, y solo entonces el responsable del tratamiento de datos está legítimamente facultado a procesar los datos. En este sentido, la plataforma puede obtener los datos de solvencia siempre que el promotor conceda permiso para revisarlos, pero en la mayoría de los casos, ambas partes no tienen ninguna motivación para hacerlo<sup>827</sup>.

Otra cuestión relevante es la diferenciación entre responsable y encargado del tratamiento de datos personales, entendiendo por responsable del tratamiento de datos a la persona que decide la finalidad, el contenido y el uso de tratamiento y por encargado del

---

<sup>826</sup> En los Estados Unidos, existe una normativa específica en materia del informe de los datos de solvencia patrimonial, véase Fair Credit Reporting Act (Ley de crédito de justo), de 26 de octubre de 1970, Título 15, apartado 1681 y siguientes. En la LOPDGDD, aunque el art. 20 explica un sistema de información crediticia, pero indica “[q]ue los datos se refieran a deudas ciertas, vencidas y exigibles, cuya existencia o cuantía no hubiese sido objeto de reclamación administrativa o judicial por el deudor o mediante un procedimiento alternativo de resolución de disputas vinculante entre las partes” y “[q]ue los datos únicamente se mantengan en el sistema mientras persista el incumplimiento”; es decir, los datos son negativos. Sin embargo, en el anteproyecto de la LOPDGDD, se reconoce que será lícito el tratamiento de los datos de las obligaciones dinerarias, financieras y de crédito de los afectados siempre y cuando estas personas hayan dado su consentimiento para el tratamiento. Véase 121/000013 Proyecto de Ley Orgánica de protección de datos de carácter personal, art. 20, apartado 1.

<sup>827</sup> Véase A. BACHMANN Y OTROS, “Online Peer-to peer lending- A literature review”, *Journal of Internet Banking and Commerce*, vol. 16, 2, 2011. p. 8.

tratamiento<sup>828</sup> a la persona que trata los datos personales por cuenta del responsable.<sup>829</sup>

En la relación plataforma-usuario y promotor-inversor, el papel que juega la plataforma es el de realizar una intermediación, cuyo procedimiento principal consiste en la recopilación de los datos de ambas partes y en establecer una vinculación entre ellos, si se corresponden la demanda y la oferta, de modo que consideraremos que la plataforma es la responsable del fichero. Por un lado, todos los datos son recolectados y almacenados en su sistema informático y el sujeto a supervisar por las autoridades es la PFP; por otro lado, la PFP tiene el control sobre los datos, es decir, puede determinar el uso de esta información<sup>830</sup>. Por lo tanto, según el rol que desempeña la PFP en el tratamiento de datos de los usuarios - promotores o inversores-, la plataforma será considerada como la responsable. En cambio, los terceros son los encargados del tratamiento, la finalidad de su operación depende de la dirección de los responsables, como, por ejemplo, si la plataforma externaliza el servicio de pago u otros servicios de la financiación participativa. No podemos olvidar a los usuarios, también son receptores, así encargados de los datos personales.

Acerca de la legitimación del tratamiento de datos, volvemos al funcionamiento de la PFP. En primer lugar, los servicios y la navegación por la página web de la PFP suponen el tratamiento de datos personales de los usuarios. Para el registro se requiere recoger unas informaciones más básicas, como la IP, el correo electrónico y/o teléfono. En segundo lugar, para la comunicación y conexión entre promotores e inversores se requiere la obtención de datos personales de los inversores, como la identidad y la cuenta bancaria, los materiales de acreditación, o los datos de los proyectos de los promotores, con el fin de gestionar los proyectos empresariales o personales. Todo ello tiene su base legal en la ejecución de la

---

<sup>828</sup> De conformidad con lo dispuesto en el informe jurídico de la Agencia Española de Protección de Datos, núm. 0333/2012, *“el receptor de los datos no decide sobre su finalidad, simplemente efectúa la concreta operación de usuarios, a fin de conectar con el usuario para realizar el intercambio de bienes o servicios”*.

<sup>829</sup> Véase el art. 3 de LOPDGDD y el art. 5.1. de RGPD.

<sup>830</sup> Véase S. NAVAS NAVARRO, “Computación en la nube: Big Data y protección de datos personales”, *InDret*, 4, 2015. p. 14-15.

relación contractual entre la PFP y los usuarios. Así que lo único aquí que requiere un consentimiento de los usuarios es el envío de comunicaciones comerciales o de publicidad, en el caso de que la PFP se proponga realizarlas. Por lo tanto, el deber de información es la única base jurídica sobre la que la plataforma puede procesar los datos recopilados; es decir, solo en el caso de que se requiera el deber de información o el contrato de financiación participativa lo indique, los datos personales serán procesados por el responsable. Al mismo tiempo, el encargado solo puede hacer la tramitación si así lo ordena la PFP. De esta manera, puede evitarse un abuso de los datos con la colaboración y supervisión del intermediario.

Por último, la infracción de la normativa relativa a la protección de datos conduce a la responsabilidad establecida en el art. 82 del RGPD o en el art. 29 de la LOPDGDD. La distribución de la responsabilidad entre la PFP y el encargado consiste en que el encargado asume la responsabilidad únicamente cuando los daños y perjuicios sean causados por él o conjuntamente con el responsable, mientras que la PFP asume todas las responsabilidades ocasionadas tanto por él como por los encargados, sin perjuicio de que tenga derecho a reclamar a los que hayan participado en la misma operación de tratamiento.

#### 5.4.2. Protección de la propiedad intelectual e industrial

Otro ámbito que merece especialmente protección es el de la propiedad intelectual e industrial de los proyectos.<sup>831</sup> Uno de los objetivos de importancia para los promotores es financiar sus proyectos nuevos, las marcas nuevas o ideas, pero en el momento en que se hacen públicos, dichas marcas quedan desprotegidas porque no están registradas cuando se hace público;<sup>832</sup> por ello, la protección de propiedad intelectual es crucial cuando se

---

<sup>831</sup> Véase M. CUENA CASAS, *Las fintech de préstamos o crowdlending: La contratación a través de plataformas intermediarias en línea*, Editorial Reus, Madrid, 2019. p. 334.

<sup>832</sup> Véase A. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA; R. DEL CASTILLO IONOV, "Las plataformas de financiación participativa como operadores de capital-riesgo informal. Problemas causados por la información asimétrica en el análisis de riesgos y retribución del equipo gestor", cit. p. 292.

tramita la financiación.

En la realidad, existen dos maneras de proteger este derecho. Una posibilidad es que la PFP haga expresa referencia a la prohibición de la difusión pública y al uso no propio de la información obtenida en la plataforma, tal y como hace Civislend. La segunda vía de protección de este derecho consiste en que la PFP solo publique los detalles del proyecto después de haber efectuado el pago de aportación o del registro como promotor o inversor, tal y como, por ejemplo, hace Kaishiba de China.





## **CONCLUSIONES**



## **I. La aparición del crowdfunding**

El desarrollo de la tecnología informática y la economía basada en plataformas en línea permite relaciones interpersonales más cercanas y posibilita el establecimiento de una nueva dimensión con respecto a las relaciones empresariales y de negocios al introducir el factor de comunicación e intercambio de información de forma remota y en tiempo real. Tras la crisis económica de 2008, la financiación tradicional mediante bancos o entidades de crédito se dificultó significativamente para las empresas de nueva creación, las cuales constituyen una gran parte de la economía. Al mismo tiempo, se ha popularizado la realización de inversiones gracias a la mayor renta personal disponible durante los últimos años unido al deseo de incrementar fuentes de ingresos. Debido a estas tres razones, el crowdfunding se ha presentado como una medida para la financiación directa a las empresas o particulares con el apoyo de plataforma digital.

## **II. La diversidad de denominaciones**

Las diferentes acepciones del concepto del fenómeno de la micro financiación reflejan las distintas formas de entenderlo que han adoptado economistas, juristas e, incluso, la legislación de los diversos países. El núcleo del crowdsourcing hace referencia únicamente a la actividad de compartir ideas o servicios, mientras que la financiación se concentra en la recaudación de fondos. El concepto general de economía colaborativa es inadecuado a fin de abordar el fenómeno del crowdfunding debido a la amplitud del término. Por otra parte, la figura del *crowdlending* excluye la posibilidad de inversión de acciones o participaciones y el *shadow banking* se limita al servicio de intermediación crediticia, excluyendo así las modalidades de recompensa o donación.

Todo ello ha provocado una gran confusión en la regulación de crowdfunding y en la aplicación de las normas al respecto. Por ello, hemos adoptado la definición de la Comisión Europea en este texto: el crowdfunding se concreta en convocatorias realizadas al público

en general con la finalidad de recaudar fondos para un determinado proyecto.

### **III. Las modalidades del crowdfunding**

Existen cuatro tipos de crowdfunding, de conformidad con las modalidades de proyecto. En primer lugar, el crowdfunding de inversión está dirigido a proyectos de inversión que no garantizan la remuneración dineraria ni el fondo aportado en el futuro; el crowdfunding de préstamo se refiere al proyecto de préstamos que garantizan la recuperación del capital y los intereses pactados; el crowdfunding de recompensa se refiere a la entrega de producto, servicio o *reward* como retorno de aportación; y, por último, en los proyectos de donaciones, los aportantes no esperan ninguna remuneración dineraria o no dineraria.

### **IV. La plataforma de financiación participativa en España**

En 2015, España publicó la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial (LFFE), que regula la financiación participativa basada en plataforma digital, denominada como plataforma de financiación participativa (PFP).

La PFP se refiere a la empresa autorizada para la realización de actividades de conexión profesional a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación para un proyecto. Esta definición indica tres características de la plataforma.

En primer lugar, el objeto social de la PFP consiste en la recepción, selección y publicación de los proyectos de los promotores y el establecimiento de canales de comunicación entre inversores y promotores con el fin de poner en contacto a los inversores con los promotores. La LFFE propone a su vez más actividades como auxiliares, además de los dos servicios mencionados para mejorar la comunicación y contratación entre los usuarios. Sin embargo, el requisito de la remuneración dineraria excluye la incorporación de proyectos de donación

o recompensa en la LFFE.

En segundo lugar, las plataformas deben actuar profesionalmente, por lo que la LFFE requiere del cumplimiento de cuatro principios en el funcionamiento: el principio de neutralidad que evite el conflicto de interés o garantice la igualdad de trato entre la plataforma, los empleados o socios y los usuarios; el principio de diligencia en la evaluación de los proyectos y promotores; el principio de transparencia en el momento de facilitar los documentos de financiación a los inversores o presentar el funcionamiento de la financiación participativa a los usuarios; así como el principio de actuar en el mejor interés de los clientes que sirve de base a todas las actividades, es decir, el interés de los clientes sobrepasa el de la plataforma en todo el proceso.

En tercer lugar, la empresa está autorizada específicamente para llevar a cabo la intermediación de la financiación participativa, por lo que no podrá ejercer actividades reservadas a otras formas de empresas. La autoridad de control es la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV), que tiene el poder de realizar las evaluaciones pertinentes, autorización, así como publicaciones y supervisiones continuadas de las PFP.

Finalmente, la PFP podrá solicitar a ser plataforma de financiación híbrida cuando la plataforma pretenda realizar el servicio de pago, que es una actividad reservada a las entidades de pago. No obstante, no existe una regulación específica para este tipo de PFP, por lo que se requieren en este sentido dos autorizaciones separadamente por la CNMV y el Banco de España.

## **V. Los promotores en la financiación participativa**

La persona física o jurídica, que tenga residencia o esté válidamente constituida en el territorio europeo, puede solicitar financiación para destinarla a un proyecto propio y concreto a través del PFP en España, este sujeto denominado “promotor”. El promotor debe

identificarse y acreditar debidamente y por los canales requeridos el estado de su condición financiera.

Los proyectos de financiación participativa pueden serlo en forma de valores o de préstamos, y la modalidad de valores se divide entre los que se dirigen a sociedades de responsabilidad limitada y los que se dirigen a otras sociedades. Los proyectos de préstamos son los menos arriesgados porque la relación de deuda garantiza el reembolso del principal y la rentabilidad es relativamente fija, mientras que los proyectos de valores son más arriesgados debido a que la disponibilidad, tanto del principal como del rendimiento, depende totalmente de los resultados del proyecto, siendo el proyecto de los valores en las sociedades de responsabilidad limitada más arriesgado por ser un modo de inversión menos líquido. Los instrumentos del proyecto de valores pueden ser obligaciones, acciones ordinarias/participaciones, privilegiadas u otros valores representativos del capital social. Los proyectos de préstamos consisten en préstamo mercantil, préstamo participativo o préstamo de consumo. En definitiva, los proyectos de micro financiación en España abarcan casi todos los tipos de inversiones y préstamos.

Cuando el promotor es una persona física, no puede solicitar financiación mediante la modalidad de inversión, ni tampoco está en disposición de solicitar el préstamo o crédito con garantía hipotecaria por la posibilidad de ser considerado como consumidor. Cuando el promotor es una persona jurídica, puede solicitar todo tipo de proyectos, pero solo en el caso de tratarse de una sociedad de capital puede utilizar la modalidad de inversión. La evaluación del promotor-persona física se centra en la condición financiera personal, mientras que la del promotor-persona jurídica requiere la divulgación tanto de la información relativa al promotor como de los datos del personal del promotor.

No existe una limitación temporal clara para la convocatoria o la duración del proyecto, ni una limitación de la cantidad de inversores, pero sí que existe limitación fija del tamaño (2 millones /5 millones de euros), así como limitación cuantitativa de la convocatoria (90%-

125% del objetivo propuesto) de un proyecto para que éste no sea considerado como una oferta en el mercado de valores.

## **VI. Los inversores en la financiación participativa**

Los inversores, con respecto a la microfinanciación, tienen como objetivo obtener un rendimiento monetario a cambio de ofrecer financiación. Debido a la diferencia de conocimientos, experiencia, recursos financieros, y a si se trata de persona física o jurídica, los inversores pueden ser calificados como inversores acreditados o no acreditados. Los inversores no acreditados gozan de una mayor protección en la financiación, incluyendo la limitación de inversión en un determinado proyecto y por un período de 12 meses; deben realizar una declaración de que han sido advertidos de los riesgos en la financiación y el conocimiento de la limitación antedicho y notificados sobre la limitación cuantitativa de la inversión; y se prohíbe la inversión automática. Al mismo tiempo, si los inversores no acreditados participan en un proyecto, el importe total del mismo no podrá superar los dos millones de euros; el valor del proyecto no podrá suponer un derivado implícito; y la plataforma deberá publicar el porcentaje de participación asumido por los acreditados.

La acreditación de inversores no coincide con la última modificación de la LMV, en cuyo caso, se estima como cliente profesional según la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios, eliminando así el requisito de recursos financieros. La acreditación de inversores tampoco representa si el inversor es consumidor o no, dado que el criterio del consumidor consiste principalmente en la habitualidad de financiar los proyectos.

## **VII. Obligaciones y responsabilidades de la plataforma**

La plataforma digital en la relación triangular de la financiación participativa desempeña tres papeles: de intermediario financiero, de intermediario electrónico y de operador de plataforma.



Cuando la PFP actúa como intermediario financiero, debe respetar tres tipos de obligaciones: las derivadas de la naturaleza de sociedad de capital, de la actividad de financiación participativa en su plataforma y de las relaciones entre los clientes de esta actividad. Para ejercer la actividad reservada, la PFP debe contar con la autorización previa del registro mercantil, incluir “PFP” en su denominación, así como disponer capital social suficiente y restringir su objeto social a la financiación participativa exclusivamente. Para ejercer esta actividad reservada de financiación participativa, deberá tener la autorización de la CNMV y del Banco de España, comunicar a la autoridad el informe anual y las modificaciones, así como colaborar con las autoridades en la inspección y supervisión continuada. Con respecto a las obligaciones que se deben a los clientes, la más básica pasa por el cumplimiento de los principios comprometidos, esto es, el deber de controlar el acceso adecuado a los usuarios, el deber de inspeccionar y evaluar tanto a los usuarios como a los proyectos, así como el deber de información. Este último deber, que se revela asimismo como el más esencial, consiste en la provisión de información básica sobre el negocio de intermediación, junto con información detallada sobre los promotores y los proyectos. Este deber difiere según se trate de la relación entre la plataforma y los promotores, inversores acreditados o no acreditados dado que la necesidad de información es diferente para cada sujeto. Existen distintas sanciones en la LFFE en función de la gravedad de infracción. Dicha gravedad viene determinada, en gran medida, por el carácter fortuito de la infracción.

En el caso de que la PFP actúe como intermediario electrónico, y dado que la plataforma puede incorporarse en el negocio entre los clientes, lo que presta esta PFP no es solo el servicio de intermediación; a estos efectos, hay que analizar caso por caso qué obligaciones debe asumir la PFP. En general, La LSSI especifica cinco obligaciones: el deber de información, que es menos estricto que el de la LFFE; el deber de colaboración con autoridades, que supone el mismo que el de la LFFE; el deber de información sobre seguridad informática, el deber derivado de la emisión de comunicaciones comerciales y el

deber de información derivado de la contratación a distancia, que son más detallados que los de la LFFE. La LSSI y la LSD contemplan la posibilidad de exención de responsabilidad, algo que por otra parte parece imposible de aplicar en la PFP por su intervención activa en el negocio. A propósito de las sanciones, la LFFE comparte los mismos principios con la LSSI, que también aprovecha el criterio de frecuencia de las infracciones en la determinación de las sanciones concretas. La única diferencia consiste en que la LSSI utiliza, a su vez, el criterio de “significativo” para calificar las actuaciones.

Como operador de plataforma electrónica, la PFP crea una comunidad relativamente cerrada, con una relación vertical entre la plataforma y los usuarios y una relación horizontal entre usuarios. Las obligaciones, en este caso, derivan principalmente a la regla de esta comunidad, que es el contrato de prestación de servicios entre la PFP y los usuarios, y el contrato de mandato entre la PFP y los inversores. En el servicio de selección y publicación, se requiere que la PFP actúe con transparencia hacia el promotor y en particular en el caso de promotor-consumidor, al tiempo que se enfatiza el resultado satisfactorio de este servicio hacia los inversores. En el servicio de comunicación, han de tomarse las medidas pertinentes de cara a la conclusión del contrato. Normalmente, existe una cohorte de condiciones generales en dichos contratos, debido a lo cual se debe actuar bajo la regulación correspondiente, incluyendo los requisitos de incorporación e interpretación de las cláusulas predeterminadas y las exigencias de la presentación de las mismas. En este sentido, las responsabilidades correspondientes a estas obligaciones pasan principalmente por la responsabilidad contractual y extracontractual entre la PFP y los usuarios.

En resumen, existen obligaciones diferencias y comunes en los distintos roles que desempeña la PFP, por lo que una vez que se producen incumplimientos, pueden incurrir en una o varias responsabilidades.

## **VIII. Obligaciones y responsabilidades de los usuarios**

En comparación con las obligaciones y responsabilidades de la PFP, las de los usuarios son más sencillas porque todos ellos deben cumplir dos contratos: el de prestación de servicios entre los usuarios y la plataforma y el de financiación entre ellos mismos.

En el primer contrato, el promotor debe asumir obligaciones más estrictas que el inversor en cuanto a la veracidad de las informaciones facilitadas; dado que la plataforma controla el sistema de pago, el deber de pagar comisiones se produce con menos frecuencia; todos los usuarios deben respetar las obligaciones derivadas del uso de servicios. En el segundo contrato, el promotor asume diversas obligaciones antes, durante y con posterioridad a la contratación, pero las esenciales son el pago de los rendimientos a los inversores y el deber de información. Además, el promotor debe realizar los trámites necesarios para la incorporación de nuevos socios al contrato de inversión.

La responsabilidad del promotor se ve afectada por la intervención sustancial de la plataforma en el primer contrato. La plataforma asume principalmente el deber de diligencia *in vigilando*, es decir, en el caso de que tenga una influencia efectiva en la financiación entre los usuarios, debe asumir la responsabilidad solidaria o subsidiaria. En relación con el segundo contrato, existen responsabilidades derivadas del conflicto societario.

## **IX. La regulación internacional en materia de financiación participativa**

El crowdfunding, a nivel internacional, ha crecido de forma constante en los últimos años, aunque existen notables divergencias entre países en lo que concierne a su legislación.

La mayoría de los países consideran las modalidades de inversión y préstamo como microfinanciación y merecen una regulación especial; sin embargo, en China todavía no existe ninguna ley en vigor al respecto, mientras que en los EE.UU., el Reino Unido y

Francia se permite que la PFP se registre como una entidad de inversión. Debido a estas disparidades, la plataforma, es decir, el portal en los EE.UU., o la CIP y IFP en Francia, así como las plataformas en China y España, son meros intermediarios de información; también son intermediarios que pueden proporcionar asesoramiento de inversión a los inversores, si es un agente en los EE.UU. o la PSI en Francia, y determinar el precio de préstamo en el Reino Unido.

En cuanto a los requerimientos de los inversores, todos los países establecen limitaciones en lo concerniente a la contribución en los proyectos, difiriendo en otros aspectos: tanto Reino Unido como Francia exigen la clasificación de inversores, el Reino Unido y los EE.UU. se requiere de un período de reflexión para todos los inversores, Francia requiere un acceso limitado al proyecto en función de la fase de inversión y la clasificación de inversores.

Todos los países ponen énfasis en el deber de información, aparte de las informaciones requeridas en España, los EE.UU. y Francia exigen por su parte la aportación de información más detallada sobre la estructura societaria del promotor, datos de morosidad, e incluso de datos acerca de fracasos en los proyectos para el caso del Reino Unido. Más aún, la publicación de la condición financiera de la plataforma es menos estricta en los EE.UU. y China, mientras que los requisitos exigidos acerca de los datos del proyecto son de una mayor exigencia especialmente en lo tocante a la evolución del proyecto tras la convocatoria exitosa en los EE.UU., el Reino Unido y China. Con respecto a la información sobre el funcionamiento de la plataforma, se exige la publicación de las actuaciones antecedentes del promotor y de la plataforma para el caso del Reino Unido, Francia y China y la divulgación de la intervención que realice la PFP en el Reino Unido.

## **X. Adaptación al Reglamento 2020/1503**

En los últimos años, la UE ha trabajado para crear un entorno digital unificado, y el crowdfunding, que se basa en plataformas digitales, está en este ámbito de regulación. A

partir de 2018, cuando fue propuesto por primera vez un borrador para los proveedores de servicios de financiación participativa, ya hasta su publicación Reglamento 2020/1503, la UE pretendió con ello ofrecer un pasaporte uniforme e independiente de los sistemas nacionales en los estados miembros al proveedor. Por ende, debido a que se trata de un Reglamento comunitario, España debe adaptar su sistema regulatorio a lo dispuesto en dicho sistema.

En comparación con la LFFE, la regulación contenida en el Reglamento destaca en seis puntos esenciales: en primer lugar, la limitación geográfica de la plataforma y de sus usuarios es menos estricta, permitiendo así el negocio transfronterizo; en segundo lugar, se permiten más tipos de servicios, como la determinación del precio, la gestión individualizada de las carteras de préstamos y la prestación de asesoramiento en materia de inversiones o préstamos, aunque no se obliga al proveedor a ofrecer el servicio de pago; en tercer lugar, la autorización es más atractiva para los proveedores multinacionales porque con la única solicitud a una autoridad, el proveedor puede realizar las actividades en diferentes estados miembros; en cuarto lugar, los promotores se ven limitados cuantitativamente en cada proyecto; en quinto lugar, la protección de los inversores es mayor porque el proveedor ofrece diferentes niveles de tutela en función de si se trata de inversores experimentados o no para limitar el importe de la inversión y disponer del período de reflexión, y de si se trata de inversores potenciales o no, así como de si se trata de una forma de préstamo de gestión individualizada de carteras o no para diferenciar el contenido del deber de información; finalmente, impone más obligaciones y responsabilidades sobre el deber de información a los promotores y proveedores.

Por su parte, la LFFE ofrece otras ventajas: en primer lugar, la LFFE permite la aplicación de esta norma a los proyectos solicitados por particulares; en segundo lugar, no existe la obligación de ofrecer el servicio de tramitación de reclamaciones o evaluación a los inversores cada dos años; en tercer lugar, la autorización y la supervisión son más sencillas para los proveedores nacionales, ya que la CNMV puede gestionar todo el procedimiento

de autorización, mientras que el Reglamento exige la colaboración entre las autoridades de los diferentes estados miembros para conceder esta autorización o realizar la supervisión.

## **XI. Retos y adaptación a la nueva tecnología**

El reto fundamental para el desarrollo de financiación participativa es la tecnología de cadena de bloques y sus productos derivados. De hecho, la cadena de bloques aporta la idea de almacenar información de forma distribuida que puede garantizar, en gran medida, la veraz y transparencia de la información guardada. Los productos derivados de esta tecnología son la moneda virtual y el contrato inteligente, que por ahora no tienen un sistema completo. Estas nuevas tecnologías subrayan la importancia de la autonomía y el abandono de las autoridades y los intermediarios, situación que sin embargo es todavía inviable en la práctica debido a la falta de una estabilidad plena en términos de seguridad informática adecuada y a lo dificultoso de combinar en un contexto así el mundo digital y real.

Es por ello que no creemos que la tecnología por sí misma pueda sustituir íntegramente el papel de las instituciones públicas y la plataforma en la financiación participativa en estos años, si bien es cierto que las posibilidades que aporta hacen que sea un elemento indispensable para la mejora del sistema de microfinanciación actual.

## **XII. Mejora en el funcionamiento de financiación participativa en futuro**

La mejora en el sistema de financiación participativa sintetizarse con base en cinco aspectos: la potenciación de los mecanismos internos de las plataformas, el aprovechamiento de la autorregulación de las asociaciones, la atenuación del papel supervisor de las autoridades administrativas, la incorporación de nuevas tecnologías para crear sistemas más inteligentes y el añadido de nuevas medidas de cara a la protección de los intereses de inversores.

La plataforma cuenta actualmente con una forma de minimizar el riesgo de inversión a través de: el reglamento interno que detalla la implementación de las reglas de la LFFE, los servicios auxiliares que pueden complementar el servicio de evaluación de proyecto y el servicio de intermediación entre los usuarios, los límites de inversión destinados al control de riesgos del negocio, los recursos financieros suficientes y medios adecuados del sistema informático para garantizar el buen funcionamiento de los servicios de intermediación en línea, y por último los planes de contingencia para hacer frente a la posible suspensión o terminación de los servicios. Consideramos así que la LFFE ya tiene un marco relativamente bien establecido en lo referente a la plataforma, aunque se observa que sería conveniente dar más autonomía en estos cinco aspectos para flexibilizar la financiación participativa. Por lo tanto, pensamos que es necesario reforzar la importancia del trabajo de la plataforma y dar más libertad bajo el esquema básico establecido por la LFFE a la PFP.

Aunque todavía no tenemos una asociación unificada respecto de las PFP, las asociaciones más relevantes en este sentido ofrecen un modelo a seguir en el futuro. Todas las asociaciones tienen un régimen de admisión y supervisión, que puede compartir el trabajo de la CNMV; las asociaciones pueden ofrecer recomendaciones y orientaciones para la plataforma, por lo que pueden mejorar el funcionamiento de la PFP; además, las asociaciones proporcionan una vía de comunicación entre plataformas, por lo que estas PFP tiene la capacidad de compartir las mejores prácticas y encontrar nuevas vías de colaboración. No obstante, estas asociaciones deben ser supervisadas por la CNMV con el fin de garantizar el cumplimiento de las normas y servicios de las asociaciones.

Con el esfuerzo de la plataforma y la asociación, se alivia la carga de supervisión por parte de las autoridades, especialmente en lo tocante a las autorizaciones y supervisiones continuas de las PFP. En cambio, la CNMV puede reforzar la detección del riesgo de mercado, la ejecución de sanciones, así como la publicación de directrices técnicas para la PFP y la asociación.

De cara al futuro, cuando la tecnología se encuentre en un estadio todavía más avanzado, la verificación de la información se podrá realizar íntegramente a través de *Blockchain*, así como la implementación de los contratos una vez se desarrolle más el ámbito de los contratos inteligentes. Lo que la plataforma puede hacer en este proceso es evaluar el proyecto y construir el sistema de contratos inteligentes, mientras que la CNMV puede trabajar en la construcción de un sistema de *Blockchain* estable y supervisar el marco de los contratos inteligentes.

Por último, el sistema de financiación participativa puede incorporar más mecanismos de protección de inversores: en primer lugar, es necesario una labor de formación continua de los inversores para que se preparen lo mejor posible en relación con los riesgos de mercado; en segundo lugar, es necesario utilizar el sistema de confianza, no solo de la autoridad en el sistema crediticio, sino también en términos de imagen y reputación dirigida a los usuarios con el objeto de minimizar el riesgo de los proyectos deficientes; en tercer lugar, dado que la mayoría de los proyectos son empresariales, ha de respetarse la regulación societaria en materia del derecho de los inversores en caso de la no distribución de dividendos, dilución de las participaciones en la sociedad, salida restringida de los inversores, dificultad de participar en el negocio, así como la expropiación por parte de los socios mayoritarios; y, en cuarto lugar, deben incorporarse al sistema regulatorio la protección de los datos personales y de la propiedad intelectual.





## **BIBLIOGRAFÍA**



- ACCONCIA, V., “La regla del poder de lo gratis”, 2014, fecha de consulta 24 septiembre 2019, en <https://vanacco.com/articulo/la-regla-del-poder-de-lo-gratis/>.
- ACPR, “Authorization types”, fecha de consulta 25 octubre 2019, en <https://www.regafi.fr/spip.php?article9>.
- ADVENTUREES, “Condiciones generales de contratación”, fecha de consulta 29 mayo 2021, en [https://www.adventurees.com/main/static.html?static\\_page\\_id=general-terms](https://www.adventurees.com/main/static.html?static_page_id=general-terms).
- AGÈNCIA CATALANA DEL CONSUM DEL GENERALITAT DE CATALUNYA, *Código de buenas prácticas de las plataformas de economía colaborativa*, 2016.
- AIRBNB, “Términos de servicio para usuarios europeos”, 2019, fecha de consulta 26 noviembre 2019, en <https://www.airbnb.es/terms>.
- ALARCÓN SEVILLA, V., “Los datos personales de los usuarios en la economía colaborativa: ¿protección o negocio?”, en Rosalía Alfonso Sánchez, Julián Valero Torrijos (eds.) *Retos jurídicos de la economía colaborativa en el contexto digital*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2017, pp. 119–136.
- ALFONSO SÁNCHEZ, R., “Aproximación jurídica a la economía colaborativa: Diferentes realidades”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, no. 66, 2016, pp. 13–73.
- ALFONSO SÁNCHEZ, R., “La controvertida cuestión reguladora en la economía colaborativa”, en Rosalía Alfonso Sánchez, Julián Valero Torrijos (eds.) *Retos jurídicos de la economía colaborativa en el contexto digital*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2017, pp. 137–175.
- ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El «equity crowdfunding» o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, no. 61, 2014, pp. 13–58.
- ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El equity crowdfunding o inversión en masa - la financiación por medio de emisión de valores y obligaciones”, en Alfonso Martínez-Echevarría, Francisco Pañeda Usunáriz (eds.) *Las plataformas de financiación participativa -crowdfunding-*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2018, pp. 59–80.
- ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “La propuesta de regulación de la inversión en masa o equity crowdfunding”, *Diario La Ley*, no. 8320, 2014.
- AMERICAN INTERNATIONAL GROUP, *Annual report*, 2016.
- ANGUIANO, J. M., “Blockchain: Fundamentos y perspectiva jurídica. De la confianza al consenso”, *Diario La Ley*, no. 18, 2018.
- ANIORTE CÁNOVAS, I., “El crowdfunding, una ayuda económica y colectiva para los

- museos”, *Revista de Museología: Publicación científica al servicio de la comunidad museológica*, no. 57, 2013, pp. 9–13.
- ARBORIBUS, “Cómo funciona”, fecha de consulta 30 mayo 2020, en <https://www.arboribus.com/inversores/como-funciona.html>.
- ARBORIBUS, “Sistema Inversión Automático”, fecha de consulta 1 junio 2020, en <https://www.arboribus.com/sistema-inversion-automatiko-sia.html>.
- ARNAL MARTÍNEZ, J.; BRAVO ÁLVAREZ, A. J., “Un breve estudio de la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial”, *Boletín Económico de ICE*, no. 3067, 2015, pp. 29–37.
- ARREGUI, N.; LIU, L.; OMAN, W., “Five charts on Spain’s economy and response to COVID-19”, *International Monetary Fund*, 2020, fecha de consulta 4 marzo 2020, en <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/11/12/na111320-five-charts-on-spains-economy-and-response-to-covid-19>.
- ARROYO AMAYUELAS, E., “La responsabilidad de los intermediarios en internet ¿puertos seguros a prueba de futuro?”, *Cuadernos De Derecho Transnacional*, vol. 12, no. 1, 2020, pp. 808–837.
- ASOCIACIÓN ESPAÑOLA FINTECH E INSURTECH, “Código de buenas prácticas para las Fintech e Insurtech”, 2018, fecha de consulta 19 marzo 2020, en [https://asociacionfintech.es/wp-content/uploads/2019/10/Codigo\\_Buenas\\_Practicas\\_2018.pdf](https://asociacionfintech.es/wp-content/uploads/2019/10/Codigo_Buenas_Practicas_2018.pdf).
- ASOCIACIÓN ESPAÑOLA FINTECH E INSURTECH, “Propuesta para la implantación de un Sandbox en España”, 2018, fecha de consulta 19 marzo 2020, en [https://asociacionfintech.es/wp-content/uploads/2019/10/Informe\\_Final\\_Propuesta\\_Sandbox\\_Espana.pdf](https://asociacionfintech.es/wp-content/uploads/2019/10/Informe_Final_Propuesta_Sandbox_Espana.pdf).
- ASSOCIATION, Z. C., *The development of Internet crowdfunding in China 2007*, 2017.
- AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, “Crowdfunding investment advisers: The AMF extends its regulations to include the intermediation of minibons”, 2017, fecha de consulta 14 octubre 2019, en <https://www.amf-france.org/fr/la-page-que-vous-avez-demandee-nexiste-pas>.
- AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Description of the AMF review process of registration applications by Crowdfunding investment advisers and the transmission of annual disclosures by said advisers*, 2019.
- AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Information to be provided to investors by the issuer*

*and crowdfunding investment adviser or investment services provider within the framework of crowdfunding*, 2014.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, “Proveedores de servicios de inversión que no sean empresas de gestión de cartera”, 2018, fecha de consulta 24 octubre 2019, en <https://www.amf-france.org/Acteurs-et-produits/Prestataires-financiers/Prestataires-de-services-d-investissement>.

AYRAL, S., “Bitcoin 2.0 crowdfunding is real crowdfunding”, *Techcrunch*, 2014, fecha de consulta 30 marzo 2021, en <https://techcrunch.com/2014/10/17/bitcoin-2-0-crowdfunding-is-real-crowdfunding/>.

BACHMANN, A.; BECKER, A.; BUERCKNER, D.; HILKER, M.; KOCK, F.; LEHMANN, M.; Y OTROS, “Online Peer-to peer lending- A literature review”, *Journal of Internet Banking and Commerce*, vol. 16, no. 2, 2011, pp. 1–18.

BACHUS, *Access to capital for job creators act*, 2011.

BARCELÓ COMPTE, R., “La reputación de las plataformas como motor de confianza en la economía colaborativa”, en Antonio Ortí Vallejo, Gemma Rubio Gimeno (eds.) *Propuestas de regulación de las plataformas de Economía Colaborativa: perspectivas general y sectoriales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2019, pp. 319–334.

DE BARRÓN ARNICHES, P., “Normas aplicables a los contratos de servicios en general: Libros II y IV del marco común de referencia, Vol. 2”, en Antoni Vaquer Aloy, Esteve Bosch Capdevila, María Paz Sánchez González (eds.) *Derecho europeo de los contratos*, Atelier, Barcelona, 2012, pp. 1153–1204.

BBVA ESPAÑA, “Condiciones para pedir un préstamo”, fecha de consulta 8 febrero 2021, en <https://www.bbva.es/finanzas-vistazo/ef/prestamos/condiciones-para-pedir-un-prestamo.html>.

BELLEFLAMME, P.; LAMBERT, T.; SCHWIENBACHER, A., “Individual crowdfunding practices”, *Venture Capital*, vol. 15, no. 4, 2013, pp. 313–333.

BELSHE, M., “[Bitcoin-segwit2x] Segwit2x Final Steps”, 2017, fecha de consulta 8 marzo 2020, en <https://lists.linuxfoundation.org/pipermail/bitcoin-segwit2x/2017-November/000685.html>.

BENITO MUNDET, H.; MALDONADO GUTIÉRREZ, D., “La financiación colectiva y su papel en el mundo de la empresa”, *Análisis Financiero*, no. 129, 2015, pp. 68–78.

BENKLER, Y., *The wealth of networks: How social production transforms markets and*

- freedom*, Yale University Press, London, 2006.
- BERNANKE, B.; GERTLER, M.; GILCHRIST, S., “The financial accelerator and the flight to quality”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. LXXVIII, no. 1, 1996, pp. 1–15.
- BIT2ME, “Manifiesto Criptoanarquista”, fecha de consulta 3 diciembre 2020, en <https://blog.bit2me.com/es/manifiesto-criptoanarquista>.
- BITCOINMAGAZINE, “What is an ICO?”, fecha de consulta 23 marzo 2020, en <https://bitcoinmagazine.com/guides/what-ico/>.
- BITSTAMP, “Terms of use”, fecha de consulta 7 marzo 2020, en <https://www.bitstamp.net/terms-of-use/lt/>.
- BIZKAIA, “Cómo funciona”, fecha de consulta 4 junio 2020, en <https://www.civislend.com/proceso-financiacion>.
- BIZKAIA, “Introducción”, fecha de consulta 29 mayo 2021, en <https://crowdfundingbizkaia.com/acerca/general>.
- BLAIR, M. M., “Financial innovation, leverage, bubbles and the distribution of income”, *Review of Banking and Financial Law*, vol. 30, no. 1, 2010, pp. 225–312.
- LA BOLSA SOCIAL, “Cómo funciona”, fecha de consulta 4 junio 2020, en <https://www.bolsasocial.com/how-it-works/>.
- LA BOLSA SOCIAL, “Condiciones de contratación y uso”, fecha de consulta 24 noviembre 2019, en <https://www.bolsasocial.com/terms-conditions/>.
- LA BOLSA SOCIAL, “Register”, fecha de consulta 11 noviembre 2019, en <https://www.bolsasocial.com/register/>.
- BRADFORD, C. S., “Crowdfunding and the federal securities laws”, *Columbia Business Law Review*, vol. 2012, 2012, pp. 1–150.
- BTCCHINA, “Introducción de BTCCHINA.COM”, fecha de consulta 7 marzo 2020, en <https://www.btcchina.com/pastmemory.html>.
- BUNDESANSTALT FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGSAUFSICHT, “Tokenisierung”, 2019, fecha de consulta 22 marzo 2020, en [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa\\_bj\\_1904\\_Tokenisierung.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Tokenisierung.html).
- BUREAU OF LABOR STATISTICS, “Unemployment rate”, fecha de consulta 1 octubre 2019, en <https://data.bls.gov/pdq/SurveyOutputServlet>.
- BUSCH, C., “Crowdsourcing consumer confidence. How to regulate online rating and review systems in the collaborative economy”, en Alberto De Franceschi (ed.)

- European contract law and the digital single market: Implications of the Digital revolution*, Intersentia, Cambridge, 2016, pp. 223–243.
- BUTZBACH, E. R., *Crowdfunding: la eclosión de la financiación colectiva, un cambio tecnológico, social y económico*, microtemas, 2012.
- C. ZINMAN, D.; Q. WALKER, J.; WINTERKORN MEYERS, M.; O'BYRNE, W., "SEC issues warning to lawyers on ICOs", *Bloomberg Law*, 2018, fecha de consulta 26 marzo 2020, en <https://news.bloomberglaw.com/business-and-practice/sec-issues-warning-to-lawyers-on-icos>.
- CAMACHO CLAVIJO, S., "El crowdfunding: régimen jurídico de la financiación participativa en la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial", *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, no. 17, 2016, pp. 85–115.
- CAMACHO CLAVIJO, S., "El crowdfunding. Especial referencia a las plataformas de financiación participativa online", en Susana Navas Navarro, Sandra Camacho Clavijo (eds.) *Mercado digital. Principios y reglas jurídicas*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, pp. 289–301.
- CANNON, B.; CHUNG, H., "A framework for designing co-regulation models well-adapted to technology-facilitated sharing economies", *Santa Clara High Technology Law Journal*, vol. 31, no. 1, 2015, pp. 23–96.
- CAPITAL CELL, "Condiciones aplicables a los promotores", fecha de consulta 22 junio 2020, en <https://capitalcell.es/condiciones-aplicables-a-los-promotores/>.
- CAPITAL CELL, "Terms and conditions", fecha de consulta 29 mayo 2021, en <https://capitalcell.es/terms-and-conditions/>.
- CARPI MARTÍN, R., "Crowdfunding en Europa: El difícil equilibrio entre regulación y mercado", *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, no. 25, 2017, pp. 137–160.
- CCAF, *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*, 2020.
- CEBRIÁN SALVAT, M. A., "Responsabilidad de las empresas de economía colaborativa: Competencia judicial internacional y ley aplicable en la Unión Europea", en Rosalía Alfonso Sánchez, Julián Valero Torrijos (eds.) *Retos jurídicos de la economía colaborativa en el contexto digital*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2017, pp. 633–652.
- CERDA LABANDA, D., "El crowdfunding en el deporte. Un método alternativo de financiación de proyectos deportivos", *Revista Aranzadi de derecho de deporte y entretenimiento*,



no. 48, 2015, pp. 297–322.

CERRATO CRESPÁN, I., “El deber general de diligencia de los administradores y la protección de la “discrecionalidad empresarial””, en CMS Albiñana & Suarez de Lezo (ed.) *Comentario práctico a la nueva normativa de gobierno corporativo. Ley 31/2014, de reforma de la Ley de Sociedades de Capital*, Dykinson, Madrid, 2015.

CIVISLEND, “Marketplace”, fecha de consulta 29 mayo 2021, en <https://www.civislend.com/proyectos/en-curso>.

CIVISLEND, “Proceso de financiación”, fecha de consulta 4 abril 2019, en <https://www.civislend.com/proceso-financiacion>.

CIVISLEND, “Tarifas de Civislend PFP, S.A.”, fecha de consulta 25 junio 2020, en <https://www.civislend.com/tarifas>.

CLAYTON, J., “Statement on cryptocurrencies and initial coin offerings”, *Securities and Exchange Commission*, 2017, fecha de consulta 12 marzo 2020, en <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>.

CNMC, *Estudios sobre los nuevos modelos de prestación de servicios y la economía colaborativa E/CNMC/004/15*, 2016.

CNMV, *Comunicado de CNMV dirigido a los emisores de valores cotizados sobre el nuevo marco normativo europeo de abuso de mercado*, 2019, fecha de consulta 16 abril 2021, en <http://cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7Be96b911b-1e66-4715-9458-78b13a963a9c%7D>.

CNMV, “Formulario de declaración de documentos presentados y comprobaciones realizadas para el inicio del trámite de autorización.”, fecha de consulta 16 enero 2020, en [https://www.cnmv.es/docPortal/Legislacion/ModelosNormalizados/SGIIC/Guia\\_Tecnica\\_autoriz\\_Checklist.docx](https://www.cnmv.es/docPortal/Legislacion/ModelosNormalizados/SGIIC/Guia_Tecnica_autoriz_Checklist.docx).

CNMV, “Guía para la autorización de plataformas de financiación participativa (PFP)”, fecha de consulta 19 enero 2020, en [https://www.cnmv.es/docPortal/Legislacion/ModelosNormalizados/Plataforma\\_Financiacion\\_Participativa/manualPFP2015.docx](https://www.cnmv.es/docPortal/Legislacion/ModelosNormalizados/Plataforma_Financiacion_Participativa/manualPFP2015.docx).

CNMV, “Plataformas de Financiación Participativa”, fecha de consulta 3 febrero 2021, en <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/Plataforma/Financiacion-Participativa-Listado.aspx>.

CNMV, “Registro público de sanciones impuestas por la CNMV previsto en el artículo

- 238.H) de la Ley del Mercado de Valores”, fecha de consulta 18 noviembre 2019, en <http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/RegistroSanciones/verRegSanciones.aspx>.
- CNMV, “Resolución de 5 de septiembre de 2019, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracciones muy graves y grave, impuestas a Housers Global Properties, PFP, SL.”, *Boletín Oficial del Estado*, 2019, p. 106256, fecha de consulta 18 septiembre 2019, en <https://www.boe.es/boe/dias/2019/09/26/pdfs/BOE-A-2019-13701.pdf>.
- CNMV, “Solicitud de autorización de nueva PFP”, fecha de consulta 19 enero 2020, en <https://www.cnmv.es/Portal/Legislacion/ModelosN/ModelosN.aspx?id=PFP>.
- COHEN, J. E., “Law for the Platform Economy”, *U.C. Davis Law Review*, vol. 51, no. 133, 2017, pp. 133–204.
- COINTELEGRAPH, “Noticias de BTC-e”, fecha de consulta 7 marzo 2020, en <https://es.cointelegraph.com/tags/btc-e>.
- COLECTUAL, “Estadistica\_new”, 2021, fecha de consulta 20 febrero 2021, en [https://colectual.com/estadisticas\\_new/](https://colectual.com/estadisticas_new/).
- COLEMAN, J. S., *Foundations of social theory*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, 1992.
- COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación: Plan de acción de servicios financieros destinados a los consumidores: mejores productos y una oferta más variada COM (2017) 139 final*, Unión Europea, 2017, pp. 1–17.
- COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación: Plan de acción para la creación de un mercado de capitales COM (2015) 468 final*, Unión Europea, 2015, pp. 1–36.
- COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación: Una agenda europea para la economía colaborativa COM(2016) 365 final*, 2016.
- COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación sobre la revisión intermedia del plan de acción para la unión de los mercados de capitales COM (2017) 292 final*, Unión Europea, 2017, pp. 1–22.
- COMISIÓN EUROPEA, “Crowdfunding explained”, fecha de consulta 24 septiembre 2019, en [https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide/what-is/explained\\_es](https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide/what-is/explained_es).
- COMISIÓN EUROPEA, *Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea (COM(2014) 172 final)*, 2014.
- COMISIÓN EUROPEA, *Libro verde: El sistema bancario en la sombra*, 2012.

COMISIÓN EUROPEA, “Normativa de protección de los consumidores de la UE: La Comisión Europea y las autoridades de protección de los consumidores de la UE instan a Airbnb a cumplirla”, 2018, fecha de consulta 25 junio 2020, en [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/IP\\_18\\_4453](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/IP_18_4453).

COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PFSP) para empresas COM (2018) 113 final*, Unión Europea, 2018.

COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a un mercado único de servicios digitales (Ley de servicios digitales) y por el que se modifica la Directiva 2000/31/CE COM (2020) 825 final*, Unión Europea, 2020.

COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre mercados disputables y equitativos en el sector digital (Ley de Mercados Digitales) COM(2020) 842 final*, Unión Europea, 2020.

COMITÉ DE LAS REGIONES EUROPEO, *Dictamen del Comité de las regiones Europeo -La dimensión local y regional de la economía colaborativa 2016/C 051*, 2016.

COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL EUROPEO, *Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre «Consumo colaborativo o participativo: un modelo de sostenibilidad para el siglo XXI» (Dictamen de iniciativa) 2014/C 177/01*, 2014.

CONDA, “White paper”, 2019, pp. 1–23, fecha de consulta 21 marzo 2020, en <http://classtap.pbworks.com/f/SkillSoft+-+Blended+Elearning.pdf>.

CONFIANZA ONLINE, “Código ético”, fecha de consulta 20 marzo 2020, en [https://www.confianzaonline.es/wp-content/uploads/2018/05/Codigo\\_Etico\\_CONFIANZA\\_ONLINE.pdf](https://www.confianzaonline.es/wp-content/uploads/2018/05/Codigo_Etico_CONFIANZA_ONLINE.pdf).

CONFIANZA ONLINE, “El sello y sus ventajas”, fecha de consulta 20 marzo 2020, en <https://www.confianzaonline.es/empresas/el-sello/>.

CONFIANZA ONLINE, “Estatutos de Confianza Online”, fecha de consulta 20 marzo 2020, en <https://www.confianzaonline.es/documentos/Estatutos2015.pdf>.

CONSUMER REPORTS, “Why you should be careful about donating through crowdfunding”, 2018, fecha de consulta 30 junio 2019, en <https://www.consumerreports.org/crowdfunding/be-careful-about-donating-through-crowdfunding/>.

CUENA CASAS, M., “Crowdlending o préstamo en masa y evaluación de la solvencia del promotor de la financiación”, *Anuario de derecho concursal*, no. 47, 2019, pp. 7–55.

- CUENA CASAS, M., “Evaluación de la solvencia y crédito hipotecario.”, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, no. 764, 2017, pp. 2871–2924.
- CUENA CASAS, M., “Intercambio de información positiva y funcionamiento del mercado de crédito”, *InDret*, no. 3, 2017, pp. 1–66.
- CUENA CASAS, M., *Las fintech de préstamos o crowdlending: La contratación a través de plataformas intermediarias en línea*, Editorial Reus, Madrid, 2019.
- CUENA CASAS, M., “Préstamo responsable, información crediticia y protección de datos personales”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, no. 20, 2014, pp. 161–185.
- CUESTA, C.; FERNÁNDEZ DE LIS, S.; ROIBAS, I.; RUBIO, A.; RUESTA, M.; TUESTA, D.; Y OTROS, “Crowdfunding en 360º: alternativa de financiación en la era digital Observatorio Economía Digital”, *Observatorio Economía Digital*, 2014, pp. 1–27.
- DELIVORIAS, A., “Crowdfunding in Europe - Introduction and state of play”, *European Parliament Research*, no. January, 2017, pp. 1–8.
- DEPARTMENT OF JUSTICE, “Russian national and Bitcoin exchange charged in 21-count indictment for operating alleged international money laundering scheme and allegedly laundering funds from hack of Mt. Gox”, 2017, fecha de consulta 7 marzo 2020, en <https://www.justice.gov/usao-ndca/pr/russian-national-and-bitcoin-exchange-charged-21-count-indictment-operating-alleged>.
- DÍAZ ALABART, S., “Evaluación de la solvencia del consumidor, tasación de inmuebles y consultas en ficheros de solvencia”, en Silvia Díaz Alabart, María Patricia Represa Polo (eds.) *La protección del consumidor en los créditos hipotecarios (Directiva 2014/17/UE)*, Editorial Reus, Madrid, 2015.
- DÍAZ DE ENTRE-SOTOS FORNS, M., *El autocontrato de María Díaz de Entre-Sotos Fornes*, Editorial Tecnos, Madrid, 1990.
- DIEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L., *Fundamentos del derecho civil patrimonial IV: Las particulares relaciones obligatorias*, Sexta, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2012.
- DÍEZ GARCÍA, D.; GÓMEZ LARDIES, G., “Díez garcía y Gómez lardies (2017). Banca y bolckchain, ¿pioneros por necesidad?”, en Alex Preukschat, Carlos Kuchkovsky, Gonzalo Gómez Lardies, Daniel Díez García, Íñigo Molero (eds.) *Blockchain: La revolución industrial de Internet*, Centro Libros PAPP, Barcelona, 2017, pp. 32–42.
- DONALDSON, G., *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the*

- determination of corporate debt capacity*, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration, Boston, 1961.
- DREDGE, S., “Facebook’s Joanna Shields: Engaging audiences through social media”, *Miptrends*, 2010, fecha de consulta 3 marzo 2021, en <https://mipblog.com/2010/10/liveblog-facebooks-joanna-shields-on-engaging-your-audience-through-social-media/>.
- DUBOFSKY, M., *The Oxford encyclopedia of American business, labor, and economic history*, Oxford University Press, Oxford, 2013.
- ECROWD, “Contrato de mandato del inversor con Ecrowd”, 2018, fecha de consulta 24 noviembre 2019, en <https://www.ecrowdinvest.com/mandato>.
- ECROWD, “Reglamento interno de conducta”, 2019, fecha de consulta 1 diciembre 2019, en <https://www.ecrowdinvest.com/reglamento-interno-de-conducta>.
- ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M., “Las plataformas de financiación participativa: Su constitución”, en Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González-Serrano (eds.) *Crowdfunding: Aspectos legales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2016, pp. 169–184.
- ESMA, *Advice Investment-based crowdfunding ESMA/2014/1560*, 2014.
- ESTEVE PARDO, J., “La Administración garante. Una aproximación”, *Revista de Administración Pública*, no. 197, 2015, pp. 11–39.
- ESTEVE PARDO, J., “La extensión del derecho público. Una reacción necesaria”, *Revista de Administración Pública*, no. 189, 2012, pp. 11–40.
- EULER, T., “The token classification framework: A multi-dimensional tool for understanding and classifying crypto tokens”, *Untitled INC*, 2018, fecha de consulta 30 marzo 2021, en <http://www.untitled-inc.com/the-token-classification-framework-a-multi-dimensional-tool-for-understanding-and-classifying-crypto-tokens/>.
- EUROPEAN CENTRAL BANK, *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area - October 2018 to March 2019*, 2019.
- EUROPEAN COMMISSION, *Identifying market and regulatory obstacles to crossborder development of crowdfunding in the EU*, 2017.
- EUROPEAN COMMISSION, “Synopsis report on the public consultation on the regulatory environment for platforms, online intermediaries, data and cloud computing and the collaborative economy”, 2016, fecha de consulta 12 diciembre 2018, en [http://ec.europa.eu/newsroom/dae/document.cfm?doc\\_id=15877](http://ec.europa.eu/newsroom/dae/document.cfm?doc_id=15877).

EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK, “ECN Key performance indicator”, fecha de consulta 21 marzo 2020, en [https://docs.google.com/forms/d/e/1FAIpQLSdaftEKm\\_VORvrwXnmXyLuUr9Ca2v2cQ-K87F14fp1Rwiz96g/formResponse](https://docs.google.com/forms/d/e/1FAIpQLSdaftEKm_VORvrwXnmXyLuUr9Ca2v2cQ-K87F14fp1Rwiz96g/formResponse).

EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK, “ECN reports Kuetzal and Investio to National Conduct Authority”, 2020, fecha de consulta 20 marzo 2020, en <https://eurocrowd.org/2020/01/22/ecn-reports-kuetzal-and-envestio-to-national-conduct-authority/>.

EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK, “Purpose”, fecha de consulta 20 marzo 2020, en <https://eurocrowd.org/purpose/>.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Initial coin offerings and crypto-assets*, 2019.

EVANS, D. S., “Multisided platforms, dynamic competition, and the assessment of market power for Internet-based firms”, *Coase- Sandor Working Paper Series in Law and Economics*, vol. 753, 2016.

EVANS, D. S., “The Antitrust Economics of Two-Sided Markets”, *Yale Journal on Regulation*, vol. 20, no. 2, 2003.

EVANS, D. S.; SCHMALENSEE, R., *Matchmakers: The new economics of multisided platforms*, Harvard Business Review Press, 2016.

FALKON, S., “The story of the DAO – Its history and consequences”, *The Startup*, 2017, fecha de consulta 23 marzo 2020, en <https://medium.com/swlh/the-story-of-the-dao-its-history-and-consequences-71e6a8a551ee>.

FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY, “About Fannie Mae and Freddie Mac”, fecha de consulta 1 octubre 2019, en <https://www.fhfa.gov/SupervisionRegulation/FannieMaeandFreddieMac/Pages/About-Fannie-Mae---Freddie-Mac.aspx>.

FERNÁNDEZ, R., “Algunas cuestiones del mecenazgo y el patrimonio”, *Revista de Derecho Patrimonial*, no. 37, 2015, pp. 1–25.

DE FILIPPI, P.; WRIGHT, A., *Blockchain and the law: The rule of code*, Harvard University Press, London, 2018.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, “Handbook”, fecha de consulta 1 noviembre 2019, en <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/glossary/G3363.html>.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *Loan-based (‘peer-to-peer’) and investment-based*

- crowdfunding platforms: Feedback to CP18/20 and final rules PS 19/14*, 2019.
- FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, “PERG 15 Annex 3 Schedule 1 Part 2 to the PSRs 2017: Activities which do not constitute payment services”, 2018, fecha de consulta 12 octubre 2019, en <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG/15/Annex3.html#D22>.
- FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, “Regulatory sandbox”, 2015, fecha de consulta 4 mayo 2020, en <https://www.fca.org.uk/firms/innovation/regulatory-sandbox>.
- FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *The FCA’s regulatory approach to crowdfunding (and similar activities) CP 13/13*, 2013.
- FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media PS 14/4*, 2014.
- FINANCIAL STABILITY BOARD, “History of the FSB”, fecha de consulta 16 junio 2019, en <https://www.fsb.org/about/history-of-the-fsb/>.
- FINANCIAL STABILITY BOARD, *Shadow Banking : Strengthening oversight and regulation*, 2011.
- FINANCIAL STABILITY BOARD, *Strengthening the oversight and regulation of Shadow Banking: Progress report to G20 Ministers and Governors*, 2012.
- FLANAGAN, S. G., “The common enterprise element of the howey test”, *Pacific Law Journal*, vol. 18, no. 4, 1987, pp. 1141–1160.
- FLORES SEGURA, M., “La protección del inversor en las operaciones de crowdlending”, *CEFLegal: Revista Práctica de Derecho. Comentarios y Casos Prácticos*, no. 202, 2017.
- FLORES SEGURA, M., “La tipología de inversores en las operaciones de financiación participativa o «crowdfunding»”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, no. 150, 2018, pp. 89–107.
- FOLEY, S.; KARLSEN, J. R.; PUTNIŅŠ, T. J., “Sex, drugs, and bitcoin: How much illegal activity is financed through cryptocurrencies?”, *The Review of Financial Studies*, vol. 32, no. 5, 2019, pp. 1798–1853.
- DE FRANCESCHI, A., “European contract law and the digital single market: Current issues and new perspectives.”, en *European contract law and the digital single market: Implications of the Digital revolution*, Intersentia, Cambridge, 2016, pp. 1–18.
- DE FRANCESCHI, A., “Uber Spain and the “Identity crisis” of online platforms”, *European*

- Consumer and Market law*, vol. 7, no. 1, 2018, pp. 1–4.
- FUNDEEN, “Información para el inversor”, 2020, fecha de consulta 29 mayo 2021, en <https://www.fundeen.com/es/informacion-inversor>.
- FUNK, A. S., *Crowdfunding in China. A new institutional economic approach*, Springer Nature Switzerland, Cham, 2019.
- GABISON, G. A., *Understanding crowdfunding and its regulations. How can crowdfunding help ICT innovation?*, Luxembourg, 2015.
- GAJDA, O., *Review of Crowdfunding Regulation 2017. Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel*, 2017.
- GALACHO ABOLAFIO, A. F., “«Crowdfunding y shadow banking»: Plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, no. 145, 2017, pp. 173–203.
- GALLEGO SÁNCHEZ, E., “La obligación de evaluar la solvencia del deudor. Consecuencias derivadas de su incumplimiento”, en Lorenzo Prats Albentosa, Matilde Cuenca Casas, Carlos Alonso Martínez (eds.) *Préstamo responsable y ficheros de solvencia*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2014.
- GANDAL, N.; HAMRICK, J. T.; MOORE, T.; OBERMAN, T., “Price manipulation in the Bitcoin ecosystem”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 95, 2018, pp. 86–96.
- GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., *Plataformas de financiación participativa y “Financial Crowdfunding”*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2016.
- GARCÍA-TREVIJANO GARNICA, E., “¿Es aplicable la responsabilidad administrativa por la denegación, para operar en Internet, del registro de un nombre de dominio de DNS de segundo nivel bajo “es”?”, *Revista de administración pública*, no. 149, 1999, pp. 311–320.
- GARCÍA MONTORO, L., “Agenda europea para la economía colaborativa”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, no. 18, 2016, pp. 107–112.
- GETHARD, G., “Falling giant: A case study of AIG”, *Investopedia*, 2019, fecha de consulta 1 octubre 2019, en <https://www.investopedia.com/articles/economics/09/american-investment-group-aig-bailout.asp>.
- GOFORTH, C., “Securities treatment of tokenized offerings under U.S. law”, *Pepperdine Law Review*, vol. 46, no. 3, 2019, pp. 405–470.
- GOFRAUDME, “Turns out the tale of a little boy fighting bullies was a lie, unsure what happens to the \$45k GoFundme”, 2018, fecha de consulta 30 junio 2019, en



- <http://gofraudme.com/turns-out-the-tale-of-a-little-boy-fighting-bullies-was-a-lie/>.
- GONZÁLEZ, Á.; RAMOS, J., *Financiación participativa (Crowdfunding) en España: Informe anual 2017*, 2017.
- GONZÁLEZ VAQUÉ, L., “La noción de consumidor medio según la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas”, *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, no. 17, 2004, pp. 47–82.
- GOOGLE, “Condiciones de servicio de Google”, 2019, fecha de consulta 26 noviembre 2019, en <https://policies.google.com/terms?hl=es>.
- GOOGLETRENDS, “Crowdfunding”, fecha de consulta 7 febrero 2021, en <https://trends.google.es/trends/explore?date=all&q=crowdfunding>.
- GOTTARDI, P.; MAURIN, V.; MONNET, C., “A theory of repurchase agreements, collateral reuse, and repo intermediation”, *Review of Economic Dynamics*, vol. 33, 2019, pp. 30–56.
- GOX, M., “Anuncio relativo a una solicitud de inicio de un procedimiento de rehabilitación civil”, 2014, fecha de consulta 7 marzo 2020, en [https://www.mtgox.com/img/pdf/20140228-announcement\\_eng.pdf](https://www.mtgox.com/img/pdf/20140228-announcement_eng.pdf).
- GRACIA LABARTA, C., “Presente y futuro del crowdfunding como fuente de financiación de proyectos empresariales”, *Revista Española de Capital Riesgo*, no. 1, 2014, pp. 3–19.
- GRAMUNT FOMBUENA, M. D., “Economía de plataforma y protección de los consumidores”, en Antonio Ortí Vallejo, Gemma Rubio Gimeno (eds.) *Propuestas de regulación de las plataformas de economía colaborativa: perspectivas general y sectoriales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2019, pp. 157–186.
- GRIMALDOS GARCÍA, M. I., “El contrato de intermediación entre las plataformas colaborativas y sus usuarios”, en Rosalía Alfonso Sánchez, Julián Valero Torrijos (eds.) *Retos jurídicos de la economía colaborativa en el contexto digital*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2017, pp. 363–385.
- GROW.LY, “Guía de inversión”, p. 6, fecha de consulta 3 febrero 2020, en <https://www.grow.ly/es/inversor/inicio>.
- GRUNDMANN, S.; HACKER, P., “Digital technology as a challenge to european contract law”, *European Review of Contract Law*, vol. 13, no. 3, 2017, pp. 255–293.
- GUTFLEISCH, M. G., “Crowdfunding and initial coin offerings under the EU legal framework”, *European Company Law Journal*, vol. 15, no. 3, 2018, pp. 73–82.

- GUTIÉRREZ, M.; ISABEL SÁEZ, M., *The promise of reward crowdfunding*, 2017.
- GUYNN, R. D.; POLK, D.; WARDWELL LLP, “The financial panic of 2008 and financial regulatory reform”, *The financial panic of 2008 and financial regulatory reform*, 2010, pp. 25–54.
- HAAS, P.; BLOHM, I.; MARCO LEIMEISTER, J., *An empirical taxonomy of crowdfunding intermediaries*, 2014.
- HACKER, P.; THOMALE, C., “Crypto-Securities eegulation: ICOs, token sales and cryptocurrencies under EU financial law”, *European Company and Financial Law Review*, vol. 15, 2017, pp. 645–696.
- HARTMANN, F.; GROTTOLO, G.; WANG, X.; ILARIA LUNESU, M., “Alternative fundraising: Success factors for blockchain-based vs. conventional crowdfunding”, *IWBOSE 2019 - 2019 IEEE 2nd International Workshop on Blockchain Oriented Software Engineering*, 2019, IEEE, pp. 38–43.
- HAWLITSCHKEK, F.; NOTHEISEN, B.; TEUBNER, T., “The limits of trust-free systems: A literature review on blockchain technology and trust in the sharing economy”, *Electronic Commerce Research and Applications*, vol. 29, 2018, pp. 50–63.
- HELLEINER, E., “Understanding the 2007-2008 global financial crisis: Lessons for scholars of international political economy”, *Annual Review of Political Science*, vol. 14, 2011, pp. 67–87.
- HEMER, J., *A snapshot on crowdfunding*, 2011.
- HERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, M. DEL M., “La protección jurídica del inversor y del promotor cuando actúa como consumidor, en el contexto de la actividad de financiación participativa”, en Alfonso Martínez-Echevarría, Francisco Pañeda Usunáriz (eds.) *Las plataformas de financiación participativa -crowdfunding-*, Three Rivers Press, Navarra, 2018, pp. 143–170.
- HERNÁNDEZ SAINZ, E., “El crowdfunding inmobiliario mediante contratos de cuentas en participación: una fórmula de inversión participativa ¿alegal o prohibida?”, *Revista de Estudios Europeos*, no. 70, 2017, pp. 126–146.
- HERNÁNDEZ SÁINZ, E., “La transparencia como instrumento de protección de los inversores en PYMEs y start-ups a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (crowdfunding de inversión)”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, no. 16, 2015, p. 8.
- HERNÁNDEZ SÁINZ, E., “Los límites de inversión como protección del inversor en equity

- crowdfunding”, en Carmen Alonso Ledesma, Isabel Fernández Torres, María Sagrario Navarro Lérida, Reyes Palá Laguna (eds.) *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño, reformas pendientes y andantes*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, pp. 985–1038.
- HERNANDO MENDÍVIL, J., *Calificación del concurso y coexistencia de las responsabilidades concursal y societaria*, Editorial Bosch, Barcelona, 2013.
- HOUSERS, “¡Adiós a la iliquidez en todas las oportunidades!”, 2018, fecha de consulta 13 febrero 2021, en <https://www.housers.com/blog/es/canal-de-comunicacion-directa-en-housers/>.
- HOWE, J., *Crowdsourcing: A definition*, 2006, fecha de consulta 20 septiembre 2019, en [https://crowdsourcing.typepad.com/cs/2006/06/crowdsourcing\\_a.html](https://crowdsourcing.typepad.com/cs/2006/06/crowdsourcing_a.html).
- HOWE, J., *Crowdsourcing: Why the power of the crowd is driving the future of business*, Three Rivers Press, New York, 2009.
- HOWE, J., “The Rise of Crowdsourcing”, *WIRED*, 2006, fecha de consulta 20 septiembre 2019, en <https://www.wired.com/2006/06/crowds/>.
- HUANG, Z.; CHIU, C. L.; MO, S.; MARJERISON, R., “The nature of crowdfunding in China: initial evidence”, *Asia Pacific Journal of Innovation and Entrepreneurship*, vol. 12, no. 3, 2018, pp. 300–322.
- ICOHOLDER, “ICO listados”, fecha de consulta 23 marzo 2020, en <https://icoholder.com/es/icos/all?isort=r.general&idirection=desc&page=1>.
- ICROWDHOUSE, “Flujo del dinero”, fecha de consulta 29 mayo 2021, en <https://www.icrowdhouse.com/ayuda/necesito-un-wallet/procedimientos-y-sistemas-de-pago/>.
- INDIEGOGO, “Perks: How to Manage Your Perk Offerings”, fecha de consulta 26 septiembre 2019, en <https://support.indiegogo.com/hc/en-us/articles/203444357-Perks-How-to-Manage-Your-Perk-Offerings>.
- INTERNET WORLD STATS, “Internet usage statistics. The Internet big picture: World internet users and 2021 population stats”, fecha de consulta 3 marzo 2021, en <https://www.internetworldstats.com/stats.htm>.
- ISO, “ISO 20488:2018(en). Online consumer reviews — Principles and requirements for their collection, moderation and publication”, 2018, fecha de consulta 18 marzo 2020, en <https://www.iso.org/obp/ui/#iso:std:iso:20488:ed-1:v1:en>.
- IYER, R.; KHWAJA, A. I.; LUTTMER, E. F. P.; SHUE, K., *Screening in new credit markets: Can*

- individual lenders infer borrower creditworthiness in Peer-to-Peer lending?*, 2009.
- JAPPELLI, T.; PAGANO, M., “The role and effects of credit information sharing”, en *The economics of consumer credit*, MIT Press, Cambridge, 2006, pp. 347–372.
- JARNE MUÑOZ, P., “El consumo colaborativo en España: experiencias relevantes y retos de futuro”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, no. 17, 2016, pp. 62–75.
- JIMÉNEZ PARÍS, T. A., “Las plataformas de financiación participativa en la Ley de Fomento de la Financiación empresarial. Aproximación a la regulación del crowdfunding en España”, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, no. 769, 2018, pp. 2808–2832.
- JOHNSON, B. D., “Discretionary commodity accounts as securities: An application of the howey test”, *Fordham Law Review*, vol. 53, no. 3, 1984, pp. 639–658.
- JOHNSON, K., “U.S. securities regulator unveils legal framework for digital coin offerings”, *Reuters*, 2020, fecha de consulta 4 marzo 2020, en <https://www.reuters.com/article/us-usa-sec-digital-assets/u-s-securities-regulator-unveils-legal-framework-for-digital-coin-offerings-idINKBN2002CX>.
- KAPLAN, A. M.; HAENLEIN, M., “Users of the world, unite! The challenges and opportunities of Social Media”, *Business Horizons*, vol. 53, no. 1, 2010, pp. 59–68.
- KOOLHOVEN, R.; NEPELENBROEK; ECHEVERRIA, S.; VERDI, *Impulse paper on specific liability issues raised by the collaborative economy in the accommodation sector*, 2016.
- KULFLINK, “Terms and conditions”, 2019, fecha de consulta 31 octubre 2019, en [https://www.kuflink.com/legal/investor-terms-conditions/?\\_ga=2.10919164.911475752.1572528110-486527709.1572528110](https://www.kuflink.com/legal/investor-terms-conditions/?_ga=2.10919164.911475752.1572528110-486527709.1572528110).
- L. KUNZ, C.; OTTAVIANI, J.; D. ZIFF, E.; M. MORINGIELLO, J.; PORTO, K.; DEBROW, J., “Browse-wrap agreements: Validity of implied assent in electronic form agreements”, *The Business Lawyer*, vol. 59, no. 1, 2003, pp. 279–312.
- LAWTON, K.; MAROM, D., *The crowdfunding revolution: Social networking meets venture financing*, CreateSpace Independent Publishing Platform, California, 2010.
- LENDMARKET, “Convocatoria de proyecto”, *Adventurees*, 2020, fecha de consulta 19 marzo 2020, en <https://www.adventurees.com/lendmarket>.
- LOESCH, S., *A guide to financial regulation for Fintech Entrepreneurs*, Wiley, Cornwall, 2018.
- LÓPEZO-TRIVIÑO, G., “El crowdfunding de inversión con modelo de cuenta partícipe”, en Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González-Serrano (eds.) *Crowdfunding*:

- Aspectos legales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2016, pp. 333–344.
- LUCAS DURÁN, M., “El crowdfunding como vía de protección del patrimonio histórico: aspectos tributarios”, en F. Álvarez Arroyo (ed.) *El crowdfunding como vía de protección del patrimonio histórico: aspectos tributarios*, Dykinson, 2017, pp. 185–236.
- M. FREEDMAN, D.; R. NUTTING, M., “A brief history of crowdfunding: Including rewards, donation, debt, and equity platforms in the USA”, *Freedman and Nutting*, 2015, p. 3.
- MACANÁS VICENTE, G., *El contrato de mediación, o de corretaje (carencias y posibilidades)*, Fundación Wolters Kluwer, Madrid, 2015.
- MACHENRY, P., *Entrepreneur accesS to capital act*, 2011.
- MARCO, I.; LAKHANI, K. R., “The truth about Blockchain - It will take years to transform business, but the journey begins now”, *Harvard Business Review*, no. Jan-Feb, 2017, pp. 2702–2709.
- MARÍN LÓPEZ, M. J., “Crowdfunding, intermediarios de crédito y préstamos al consumo en la Ley 5/2015”, *Diario La Ley*, no. 8575, 2015, pp. 1–16.
- MARÍN LÓPEZ, M. J., “Obligación de asesoramiento , obligación de evaluar la solvencia del consumidor y otras obligaciones precontractuales del prestamista . Su regulación en el Proyecto de Ley de Contratos de Crédito al Consumo”, *Centro de Estudios de Consumo*, 2011, pp. 1–9.
- MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A.; CASTILLO IONOV, R. DEL, “Las plataformas de financiación participativa como operadores de capital-riesgo informal. Problemas causados por la información asimétrica en el análisis de riesgos y retribución del equipo gestor”, *Anuario de Capital Riesgo*, no. 2017, 2017, pp. 279–299.
- MARTÍNEZ MUÑOZ, Y.; MENÉNDEZ MORENO, A., “El tratamiento fiscal del Crowdfunding”, *Quincena fiscal*, no. 14, 2015, pp. 59–86.
- MARTÍNEZ NADAL, A., *Comercio electrónico, firma digital y autoridades de certificación*, Segunda ed, Civitas, Madrid, 2000.
- DE MARTINO, F. D.; KLEIN, S. D.; ELYSE GOODMAN, M., “Do you want to launch an ICO? Please, listen to the SEC”, *Morrison Foerster*, 2018, fecha de consulta 26 marzo 2020, en <https://www.mofo.com/resources/insights/180131-ico-sec.html>.
- MASTERS, T., “Marillion “understood where the internet was going early on””, *BBC News*, 2013, fecha de consulta 12 septiembre 2019, en <https://www.bbc.com/news/entertainment-arts-23881382>.

- MCMILLAN, R., “The inside story of Mt. Gox, Bitcoin’s \$460 million disaster”, *WIRED*, 2014, fecha de consulta 8 marzo 2020, en <https://www.wired.com/2014/03/bitcoin-exchange/>.
- MEADOWS, M. R., “The evolution of crowdfunding: Reconciling regulation crowdfunding with initial coin offerings”, *Loyola Consumer Law Review*, vol. 30, no. 2, 2018, pp. 271–295.
- MELLER-HANNICH, C., “Sharing economy and consumer protection”, en Reiner Schulze, Dirk Staudenmayer (eds.) *Digital revolution: Challenges for contract law in practice*, Bloomsbury Publishing, London, 2015, pp. 119–132.
- MEOLI, M.; VISMARA, S., “Information manipulation in equity crowdfunding markets”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 67, 2021, Elsevier B.V., pp. 1–17.
- MERKLEY, J., *Crowdfunding*, 2011.
- MICKLITZ, H.-W., “Unfair commercial practices and misleading advertising”, en Hans-W. Micklitz, Norbert Reich, Peter Rott (eds.) *Understanding EU consumer law*, Intersentia, Oxford, 2009, pp. 64–116.
- MIGUEL BARRAL, L.; BARRAL, P., “El crowdfunding y los españoles. Una historia de cambio social”, 2015, fecha de consulta 24 septiembre 2019, en <https://es.slideshare.net/twomuchrs/el-crowdfunding-y-los-espaoles>.
- MILLER, M. J., *Credit reporting systems and the international economy*, MIT Press, Cambridge, 2003.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA Y EMPRESA, *Anteproyecto de la Ley de medidas para la transformación digital del sistema financiero*, España, 2018, pp. 1–21.
- MINISTERIO DE TRABAJO, “Cifras PYME. Datos enero 2019”, 2019, pp. 1–4.
- MOFSKY, J. S., “Some comments on the expanding definition of security”, *University of Miami Law Review*, vol. 27, no. 3–4, 1973, pp. 395–406.
- MONTERO PASCUAL, J. J., “El régimen jurídico de las plataformas colaborativas”, en Juan José Montero Pascual (ed.) *La regulación de la economía colaborativa. Airbnb, Blablacar, Uber y otras plataformas*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2017, pp. 87–124.
- MONTERO PASCUAL, J. J., “La regulación de la economía colaborativa”, en Juan José Montero Pascual (ed.) *La regulación de la economía colaborativa. Airbnb, Blablacar, Uber y otras plataformas*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2017, pp. 23–66.
- MORALEJO MENÉNDEZ, I., “Las normas de actuación en los mercados de valores”, en Ana Belén Campuzano Laguillo, Fernando Conlledo Lantero, Ricardo Javier Palomo

- Zurdo (eds.) *Los mercados financieros*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2013, pp. 341–395.
- MORENO DE LA SANTA GARCÍA, E., “La función de apoyo del compliance officer a los administradores de sociedades de capital. Distribución de deberes y responsabilidades”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, no. 151, 2018.
- MORENO SERRANO, E., “Configuración jurídica del crowdfunding como forma alternativa de financiación”, en Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González-Serrano (eds.) *Crowdfunding: Aspectos legales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2016, pp. 35–72.
- MORENO SERRANO, E., “Crowdfunding como forma alternativa de financiación”, en Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González-Serrano (eds.) *Crowdfunding: Aspectos legales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2016, pp. 35–72.
- MORENO SERRANO, E., “Cuestiones jurídicas derivadas de la aplicación del «crowdfunding»”, en Alfonso Martínez-Echevarría, Francisco Pañeda Usunariz (eds.) *Las plataformas de financiación participativa -Crowdfunding-*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2018, pp. 245–266.
- MORENO SERRANO, E., “La instrumentalización del «crowdfunding» mediante la emisión de acciones o participaciones”, en Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González-Serrano (eds.) *Crowdfunding: Aspectos legales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2016, pp. 199–230.
- MYTRIPLEA, “Estadísticas de inversión en MytripleA”, 2021, fecha de consulta 20 febrero 2021, en <https://www.mytriplea.com/estadisticas/>.
- MYTRIPLEA, “Invierte en préstamos a empresas”, fecha de consulta 5 junio 2020, en <https://www.mytripleaprestamos.com>.
- NASARRE AZNAR, S., “Naturaleza jurídica y régimen civil de los «tokens» en «blockchain»”, en *La tokenización de bienes en blockchain. Cuestiones civiles y tributarias*, 2020, pp. 61–108.
- NAVAS NAVARRO, S., “Computación en la nube: Big Data y protección de datos personales”, *InDret*, no. 4, 2015, pp. 1–48.
- NEKAMOTO, S., “Bitcoin: A Peer-to-Peer electronic cash system”, 2008, fecha de consulta 2 marzo 2020, en [www.bitcoin.org](http://www.bitcoin.org).
- NOVALES, A., “Política monetaria antes y después de la crisis financiera”, *Departamento de Economía Cuantitativa Universidad Complutense*, 2010.

- OCTOPUS CO-LEND, “Terms and conditions”, fecha de consulta 31 octubre 2019, en <https://octopuschoice.com/terms>.
- OECD, “Financing SMEs and entrepreneurs 2014: An OECD Scoreboard”, *OECD Publishing*, 2014, fecha de consulta 4 marzo 2021, en [https://read.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/financing-smes-and-entrepreneurs-2014\\_fin\\_sme\\_ent-2014-en#page4](https://read.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/financing-smes-and-entrepreneurs-2014_fin_sme_ent-2014-en#page4).
- OPINATRON, “Envestio – mis lecciones y opinión sobre esta estafa”, 2020, fecha de consulta 8 febrero 2020, en <https://opinatron.com/envestio-lecciones/>.
- ORDÁS ALONSO, M., *Los contratos de Créditos al Consumo en la Ley 16/2011*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2013.
- ORGANIZACIÓN DE CONSUMIDORES Y USUARIOS, *Collaboration or business?*, 2016, fecha de consulta 18 abril 2021, en [https://www.ocu.org/organizacion/-/media/lobbyandpressocu/images/que-hacemos/nuestras-acciones/2016/informe-ocu-economia-colaborativa/informe-ocu-consumo-colaborativo/collaboration-or-business\\_cc-p2p-2016.pdf?rev=df8d1c52-2bca-4298-81fc-988b53a1b9d7](https://www.ocu.org/organizacion/-/media/lobbyandpressocu/images/que-hacemos/nuestras-acciones/2016/informe-ocu-economia-colaborativa/informe-ocu-consumo-colaborativo/collaboration-or-business_cc-p2p-2016.pdf?rev=df8d1c52-2bca-4298-81fc-988b53a1b9d7).
- ORIAS, “Conseillers en investissements participatifs (CIP)”, fecha de consulta 20 octubre 2019, en <https://www.orias.fr/documents/10227/29315/201803-CONSEILLER-EN-INVESTISSEMENT-PARTICIPATIF.pdf>.
- ORTÍ VALLEJO, A., “Las relaciones contractuales en las plataformas de economía colaborativa”, en Antonio Ortí Vallejo, Gemma Rubio Gimeno (eds.) *Propuestas de regulación de las plataformas de Economía Colaborativa: perspectivas general y sectoriales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2019, pp. 81–114.
- ORTÍZ VIDAL, M. D., “La economía colaborativa en la Unión Europea: un fenómeno tan popular como controvertido”, en Rosalía Alfonso Sánchez, Julián Valero Torrijos (eds.) *Retos jurídicos de la economía colaborativa en el contexto digital*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2017, pp. 73–93.
- PALÁ LAGUNA, R., “La supervisión administrativa de la CNMV en relación con las plataformas de”, *Anuario de Capital Riesgo*, no. 2016, 2016, pp. 91–103.
- PAÑEDA USUNÁRIZ, F., “La protección del inversor en la Ley 5/2015 reguladora del crowdfunding”, *Revista Consumo y Empresa*, no. 6, 2017, pp. 1–12.
- PARDO LÓPEZ, M. M., “El control administrativo en el nuevo régimen jurídico”, en Rosalía Alfonso Sánchez, Julián Valero Torrijos (eds.) *Retos jurídicos de la economía colaborativa en el contexto digital*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2017, pp.



221–241.

PAREDEZ PÉREZ, A., “Aproximaciones al crowdfunding”, en Alfonso Martínez-Echevarría, Francisco Pañeda Usunáriz (eds.) *Las plataformas de financiación participativa - crowdfunding-*, Editorial Aranzadi, Navarra, 2018, pp. 17–30.

PARLAMENTO EUROPEO, (*Enmienda*) *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo Europeo y del Consejo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas COM (2018) 113 final*, Unión Europea, 2019.

PARLAMENTO EUROPEO, “Resolución del Parlamento Europea de las plataformas en línea y el mercado único digital”, 2017, fecha de consulta 18 marzo 2020, en [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2017-0204\\_ES.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2017-0204_ES.html).

PASQUAU LIAÑO, M., “El defecto de seguridad como criterio de imputación de responsabilidad al empresario de servicios”, en María del Carmen García Garnica, Antonio Ortí Vallejo (eds.) *La responsabilidad civil por daños causados por servicios defectuosos. Estudio de la responsabilidad civil por servicios susceptibles de provocar daños a la salud y seguridad de las personas.*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2006, pp. 59–102.

PÉREZ, A. A. E., ““Carpooling”: C2C en el transporte de personas”, *Revista Aranzadi de derecho y nuevas tecnologías*, no. 37, 2015, pp. 161–184.

PERSET, K., “The economic and social role of Internet intermediaries”, *OECD*, 2010, fecha de consulta 19 noviembre 2019, en <https://www.oecd.org/internet/ieconomy/44949023.pdf>.

PIÑEIRO, C.; SURIÑACH, R.; FERNÁNDEZ CASADEVANTE, J. L. K., “Entre el mercado y la cooperación social. Luces y sombras de las prácticas de consumo colaborativo”, *Revista Española de Sociología*, vol. 26, no. 1, 2017, pp. 97–108.

POLTNER, P., “CRWDNetwork – The building blocks of blockchain-based crowdfunding”, 2020, fecha de consulta 21 marzo 2020, en <https://medium.com/crwdnetwork/crwdnetwork-the-building-blocks-of-blockchain-based-crowdfunding-2243689fd0c9>.

DEL POZO CARRASCOSA, P.; VAQUER ALOY, A.; BOSCH CAPDEVILA, E., *Derecho civil de Cataluña. Derecho de obligaciones y contratos*, Marcial Pons, Madrid, 2018.

PRENDES CARRIL, P., “Régimen jurídico-societario del crowdfunding en la Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial”, en Alfonso Martínez-Echevarría, Francisco

- Pañeda Usunáriz (eds.) *Las plataformas de financiación participativa -crowdfunding-*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2018, pp. 231–244.
- PRISCO, G., “2019: The year of the security token offering (STO)?”, *Chainrift Research*, 2019, fecha de consulta 26 marzo 2020, en <https://medium.com/chainrift-research/2019-the-year-of-the-security-token-offering-sto-bb52a09d0701>.
- PROSPER, “About us”, fecha de consulta 2 octubre 2019, en <https://www.prosper.com/about>.
- PROSPER, “What is auto invest”, fecha de consulta 2 octubre 2019, en <https://prosper.zendesk.com/hc/en-us/articles/210590623-What-is-Auto-Invest->.
- PWC, *Considering an IPO? The costs of going and being public may surprise you*, 2012.
- QUIRKY, “About Quirky”, fecha de consulta 6 marzo 2021, en <https://quirky.com/about-quirky/>.
- R. MOLLIK, E.; KUPPUSWAMY, V., “After the Campaign: Outcomes of Crowdfunding”, *UNC Kenan-Flagler Research Paper*, no. 2376997, 2014, pp. 1–18.
- RABASA MARTÍNEZ, I., “El uso de Bitcoins en las plataformas de crowdfunding”, *Revista de Estudios Europeos*, no. 70, 2017, pp. 362–376.
- REBUILDINGSOCIETY, “Terms of use”, 2019, fecha de consulta 31 octubre 2019, en <https://www.rebuildingsociety.com/terms/>.
- RENCHUANG CONSULTANT, “Annual report of China crowdfunding development in 2017”, *Zhongchoujia*, 2018, fecha de consulta 7 octubre 2019, en <http://www.zhongchoujia.com/data/30373.html>.
- RESEARCH GROUP ON THE LAW OF DIGITAL SERVICES, “Discussion draft of a Directive on online intermediary platforms.”, *Journal of European Consumer and Market Law*, vol. 5, no. 4, 2016, pp. 164–168.
- RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., “La responsabilidad de las plataformas: Alcance, límite y estrategias”, en Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González-Serrano (eds.) *Crowdfunding: Aspectos legales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2016, pp. 369–393.
- RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., “The Legal Anatomy of Electronic Platforms: A Prior Study to Assess the Need of a Law of Platforms in the EU”, *The Italian Law Journal*, vol. 3, no. 1, 2017, pp. 149–176.
- RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., “El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos”, *Pensar en derecho*, vol. 3, 2013,

pp. 101–123.

RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., “El tercero de confianza en el suministro de información”, *Anuario de Derecho Civil*, vol. LXIII, 2010, pp. 1245–1284.

RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., “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*, no. 5, 2014, pp. 1–8.

RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., “Refusal to deal, abuse of right and competition law in electronic markets and digital communities”, *European Review of Private Law*, vol. 22, no. 5, 2014, pp. 685–702.

RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., “El servicio de mediación electrónica de las plataformas de financiación participativas: marco regulador”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, no. 149, 2018, pp. 220–254.

RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., “El servicio de mediación electrónica y las obligaciones de las plataformas de economía colaborativa”, en Juan José Montero Pascual (ed.) *La regulación de la economía colaborativa: Airbnb, BlaBlaCar, Uber y otras plataformas*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2017, pp. 125–168.

ROJAS, S.; FCO., J. B., “Obligaciones de información previas y posteriores a la contratación en la Ley de servicios de la sociedad de la información y del comercio electrónico”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, no. 8, 2004, pp. 65–78.

ROSIN, G. S., “Historical perspectives on the definition of security”, *South Texas Law Review*, vol. 28, no. 3, 1987, pp. 575–618.

ROTHBARD, M. N., “What’s wrong with liberty poll; or, how I became a libertarian”, *Liberty*, 1988.

RUBIO GIMENO, G., “Responsabilidad de las plataformas de economía colaborativa y responsabilidad del proveedor del servicio”, en Antonio Ortí Vallejo, Gemma Rubio Gimeno (eds.) *Propuestas de regulación e las plataformas de economía colaborativa: perspectivas general y sectoriales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2019, pp. 115–140.

SALGADO, Z., “Mt. Gox: de la magia a la quiebra. Criptonoticias”, 2019, fecha de consulta 7 marzo 2020, en <https://www.criptonoticias.com/seguridad-bitcoin/robo-fraude/mt-gox-magia-quiebra/>.

SÁNCHEZ RUIZ DE VALDIVIA, I., “La protección de los usuarios en los servicios prestados por

- las plataformas de financiación participativa de préstamo”, en Antonio Ortí Vallejo, Gemma Rubio Gimeno (eds.) *Propuestas de regulación de las plataformas de Economía Colaborativa: perspectivas general y sectoriales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2019, pp. 231–260.
- SÁNCHEZ RUIZ, M., “Deberes legales y conflictos de intereses de las plataformas de financiación participativa”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, no. enero-marzo, 2019, pp. 11–40.
- SÁNCHEZ TORNEL, V. M.; PERONA GUILLAMÓN, M., “La tecnología como instrumento de la economía colaborativa: sus implicaciones jurídicas”, en Rosalía Alfonso Sánchez, Julián Valero Torrijos (eds.) *Retos jurídicos de la economía colaborativa en el contexto digital*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2017, pp. 95–117.
- SANZ GÓMEZ, R. J.; LUCAS DURÁN, M., “Implicaciones tributarias del crowdfunding o financiación colectiva”, *Revista Quincena Fiscal*, no. 9, 2015, pp. 16–69.
- SARTOR, G., *Providers liability: From the eCommerce directive to the future*, 2017.
- SATOCHIDICE, “Rules”, fecha de consulta 8 marzo 2020, en <https://satoshidice.com/rules>.
- SCOTT, B., “How can cryptocurrency and Blockchain technology play a role in building social and solidarity finance?”, *United Nations Research Institute for Social Development*, no. 1, 2016, pp. 1–18.
- SEC DIVISION OF ENFORCEMENT; SEC OFFICE OF COMPLIANCE INSPECTIONS AND EXAMINATIONS, “Statement urging caution around celebrity backed ICOs”, *Securities and Exchange Commission*, 2017, fecha de consulta 12 marzo 2020, en <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-potentially-unlawful-promotion-icos>.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Actor Steven Seagal charged with unlawfully touting digital asset offering”, 2020, fecha de consulta 24 marzo 2020, en <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-42>.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Form C under the Securities Act of 1933”, fecha de consulta 19 octubre 2019, en <https://www.sec.gov/files/formc.pdf>.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Form funding portal”, fecha de consulta 20 octubre 2019, en <https://www.sec.gov/files/formcfportal.pdf>.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “ICO issuer settles SEC registration charges, agrees to return funds and register Tokens as securities”, 2020, fecha de consulta 24 marzo 2020, en <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-37>.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Investor alert: Bitcoin and other virtual currency-related investments”, 2014, fecha de consulta 12 marzo 2020, en <https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-alert-bitcoin-other-virtual-currency>.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Investor alert: Ponzi Schemes using virtual currencies”, 2013, fecha de consulta 12 marzo 2020, en [https://www.sec.gov/investor/alerts/ia\\_virtualcurrencies.pdf](https://www.sec.gov/investor/alerts/ia_virtualcurrencies.pdf).

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Investor alert: Public companies making ICO-related claims”, *Securities and Exchange Commission*, 2017, fecha de consulta 12 marzo 2020, en <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ia-icorelatedclaims>.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Misrepresenting platform technology in fraudulent ICO”, 2020, fecha de consulta 30 marzo 2021, en <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-181>.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Order instituting cease-and-desist proceedings pursuant to section 8A of the Securities Act of 1933, making findings, and imposing a cease-and-desist order*, vol. 8984, 2008, pp. 1–6.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Registration of funding portals. A small entity compliance guide”, fecha de consulta 20 octubre 2019, en <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/tmcompliance/fpregistrationguide.htm>.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Report of investigation pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO”, 2017, fecha de consulta 24 marzo 2020, en <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “SEC charges founder, digital-asset issuer with fraudulent ICO”, 2019, fecha de consulta 30 marzo 2021, en <https://www.sec.gov/news/press-release/2019-259>.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “SEC charges three individuals in digital asset frauds”, 2021, fecha de consulta 30 marzo 2021, en <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-22>.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “SEC orders blockchain company to pay \$24 million penalty for unregistered ICO”, 2019, fecha de consulta 24 marzo 2020, en <https://www.sec.gov/news/press-release/2019-202>.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “SEC stops fraudulent ICO that falsely claimed

- SEC approval”, 2018, fecha de consulta 30 marzo 2021, en <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-232>.
- SERRANO ACITORES, A., “Los pactos parasociales en el contexto del equity crowdfunding”, en Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González-Serrano (eds.) *Crowdfunding: Aspectos legales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2016, pp. 249–296.
- SETH, S., “50% of ICOs failed to raise funds since 2017: Report”, *Investopedia*, 2019, fecha de consulta 30 marzo 2021, en <https://www.investopedia.com/news/50-icos-failed-raise-funds-2017-report/>.
- SHARING ESPAÑA, “Miembros”, fecha de consulta 20 marzo 2020, en <https://www.sharingespana.es/miembros/>.
- SIMON, H. A., “Designing organizations for an information-rich world”, en Martin Greenberger (ed.) *Computers, communications, and the public interest*, The Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1971, pp. 37–72.
- SLATTERY, P., “Square pegs in a round hole : SEC regulation of online Peer-to-Peer Lending and the CFPB alternative”, *Yale Journal on Regulation*, vol. 30, no. 1, 2013, pp. 233–275.
- SLEE, T., “Some obvious things about Internet Reputation systems”, 2013, pp. 1–13.
- SOCIOSINVERSORES, “Página principal”, fecha de consulta 11 noviembre 2019, en <https://www.sociosinversores.com/sego/sociosinversores/registro>.
- SOLANS CHAMORRO, L., “Contratos entre socios y startups. Aspectos prácticos”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, vol. 52, 2019, pp. 36–52.
- SPAIN CROWDFUNDING, “Guía de buenas prácticas”, fecha de consulta 18 marzo 2020, en [http://www.spaincrowdfunding.org/wa\\_files/Guia-de-buenas-pra\\_CC\\_81cticas.pdf](http://www.spaincrowdfunding.org/wa_files/Guia-de-buenas-pra_CC_81cticas.pdf).
- SPAIN CROWDFUNDING, “Inicio”, fecha de consulta 19 marzo 2020, en <http://www.spaincrowdfunding.org/index.html>.
- STARTUPXPLORE, “Cream Real Betis”, fecha de consulta 29 mayo 2021, en <https://startupxplore.com/en/investors/syndicates/cream>.
- STATISTA, “Crowdfunding - worldwide”, fecha de consulta 3 febrero 2021, en <https://www-statista-com.sire.ub.edu/outlook/335/100/crowdfunding/worldwide>.
- STOKER, “A whole new way to invest in ideas you believe in”, fecha de consulta 12 marzo 2020, en <https://stokr.io/how-stokr-works/for-investors>.
- SUNDARARAJAN, A., *The sharing economy. The end of employment and the rise of crowd-based capitalism*, MIT Press, Cambridge, 2016.

- SWAN, M., *Blockchain: Blueprint for a new economy*, O'Reilly, Sebastopol, 2015.
- TAPIA FRADE, A. D., “La regulación del «equity crowdfunding» en el Derecho de EE.UU. Referencia a la Jumpstart our business startups (JOBS) Act – h.r. 3606”, en Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González-Serrano (eds.) *Crowdfunding: Aspectos legales*, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2016, pp. 73–96.
- TAPIA HERMIDA, A. J., “Las normas de actuación en los Mercados de Valores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, no. 50, 1993, pp. 315–360.
- TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual de derecho del mercado financiero*, Portal Derecho (Iustel), Madrid, 2015.
- TESAR, L. L.; WERNER, I. M., “Home bias and high turnover”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 14, no. 4, 1995, pp. 467–492.
- THE BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *FR 15/2016 Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey (Final Report)*, 2016, fecha de consulta 31 mayo 2020, en [www.iosco.org](http://www.iosco.org).
- THE CROWD ANGEL, “Cubicup”, fecha de consulta 29 mayo 2021, en <https://dozeninvestments.com/oportunidades-de-inversion/cubicup/#resumen>.
- THE NATIONAL RESEARCH COUNCIL OF CANADA, *Converging technologies and new product markets: Climate change, health, security*, Ottawa, 2003.
- THE UK CROWDFUNDING ASSOCIATION, “What Is Crowdfunding?”, fecha de consulta 16 septiembre 2019, en <https://www.ukcfa.org.uk/what-is-crowdfunding/>.
- THE WORLD BANK, *General for credit reporting*, Washington, 2011.
- THOMAS, J., “Making equity crowdfunding work for the unaccredited crowd”, *Harvard Business Law Review*, vol. 4, 2014, pp. 62–75.
- TORRELLES TORREA, E., “Las garantías de los productos en el TR-LGDCU: El ámbito de aplicación y el criterio de la falta de conformidad”, en María Inmaculada Sánchez Barrios (ed.) *Estudios sobre consumo*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2012, pp. 549–584.
- TRADING ECONOMICS, “Spain Disposable Personal Income”, fecha de consulta 8 diciembre 2019, en <https://tradingeconomics.com/spain/disposable-personal-income>.
- TRANSPARENCY MARKET RESEARCH, “Peer-to-Peer lending market – Global industry analysis, size, share, growth, trends and forecast 2016-2024”, 2016, fecha de consulta 16 septiembre 2019, en <https://www.transparencymarketresearch.com/peer-to-peer-lending-market.html>.
- U.S. SUPREME COURT, *Tcherepnin v. Knight* (389 U.S. 332), 1967.

- ULULE, “Condiciones generales de uso del sitio web”, 2018, fecha de consulta 28 octubre 2019, en <https://es.ulule.com/about/terms/>.
- UNIVERSITY OF CAMBRIDGE, *The 3rd Asia Pacific Region alternative Finance industry report*, 2018.
- URÍA FERNÁNDEZ, F., “El crowdlending”, en Alfonso Martínez-Echevarría, Francisco Pañeda Usunáriz (eds.) *Las plataformas de financiación participativa -crowdfunding-*, Editorial Aranzadi, Navarra, 2018, pp. 81–100.
- VALUATES REPORT, “The global crowdfunding market was valued at 10.2 billion US\$ in 2018 and is expected to reach 28.8 billion US\$ with a CAGR of 16% by 2025”, *PR Newswire*, 2019, fecha de consulta 12 septiembre 2019, en <https://www.prnewswire.com/in/news-releases/the-global-crowdfunding-market-was-valued-at-10-2-billion-us-in-2018-and-is-expected-to-reach-28-8-billion-us-with-a-cagr-of-16-by-2025-valuates-reports-888819175.html>.
- VAUPLANE, H. DE; FELDMAN, R., “Projet de loi Macron: Quelles implications pour le crowdlending?”, *Financement Participatif France*, 2015, fecha de consulta 14 octubre 2019, en <https://financeparticipative.org/projet-de-loi-macron-queelles-implications-pour-le-crowdlending/>.
- VIGNA, P., “Bitcoin dodges split that threatened its surging price.”, *The Wall Street Journal*, 2017, fecha de consulta 8 marzo 2020, en <https://www.wsj.com/articles/bitcoin-dodges-split-that-threatened-its-surgin-price-1510172701>.
- VILALTA NICUESA, A. E., “La regulación europea de las plataformas de intermediarios digitales en la era de la economía colaborativa”, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, no. 765, 2018, pp. 275–330.
- WENZLAFF, K.; ODOROVIC, A.; ZIEGLER, T.; SHNEOR, R., “Crowdfunding in Europe: Between Fragmentation and Harmonization”, en Rotem Shneor, Liang Zhao, Bjørn-Tore Flåten (eds.) *Advances in Crowdfunding*, Springer International Publishing, Cham, 2020, pp. 373–391.
- WORLD BANK, “GDP growth (annual %) - United States”, fecha de consulta 1 octubre 2019, en <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2011&locations=US&start=2005>.
- XUE, J., “La tormenta en Wukong Finance y muchas otras plataformas de préstamos en línea, P2P plataformas ha acelerado el cese de actividades”, *Xinlang Finance*, 2020,



- fecha de consulta 17 abril 2021, en [https://finance.sina.com.cn/money/bank/bank\\_hydt/2020-10-15/doc-iiznctkc5613929.shtml](https://finance.sina.com.cn/money/bank/bank_hydt/2020-10-15/doc-iiznctkc5613929.shtml).
- YINGCANZIXUN, “Annual report on China crowdfunding industry 2016”, 2017, fecha de consulta 7 octubre 2019, en <http://osscdn.wdzj.com/pdf/20170211.pdf>.
- YUAN, Y.; CHEN, L., *China crowdfunding industry development research*, Shanghai Jiao Tong University Press, Shanghai, 2018.
- ZANK, “Cómo funciona el inversor”, fecha de consulta 30 mayo 2020, en <https://www.zank.com.es/inversor-como-funciona>.
- ZANK, “Condiciones generales”, fecha de consulta 29 mayo 2021, en [https://www.zank.com.es/pdf/Condiciones\\_generales\\_Zank.pdf](https://www.zank.com.es/pdf/Condiciones_generales_Zank.pdf).
- ZHANG, B.; WARDROP, R.; ZIEGLER, T.; BURTON, J.; GARVEY, K.; LUI, A.; Y OTROS, *Sustaining momentum. The 2nd European Alternative Finance Industry Report*, 2016.
- ZHANG, B.; ZIEGLER, T.; MAMMADOVA, L.; JOHANSON, D.; GRAY, M.; YEROLEMOU, N., *The 5th UK alternative finance industry report. The Cambridge Centre for Alternative Finance*, 2018.
- ZHAO, Y.; HARRIS, P.; LAM, W., “Crowdfunding industry—History, development, policies, and potential issues”, *Journal of Public Affairs*, vol. 19, no. 1, 2019, pp. 1–9.
- ZIEGLER, T.; SHNEOR, R.; WENZLAFF, K.; ODOROVIC, A.; JOHANSON, D.; HAO, R.; Y OTROS, *Shifting paradigms. The 4th european alternative Finance benchmarking report*, 2017.
- ZUNZUNEGUI, F., “Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, vol. 3, 2015, pp. 1–32.

# **ANEXO**



## Lista de Plataformas de financiación participativa autorizada en España

Denominación Social	No. Registr o Oficial	Fecha de Registro	Página Web	Localidad	Tipo	Servicios Excluidos	Sectores
LA BOLSA SOCIAL, PFP, S.L.	1	15/12/2015	<a href="https://www.bolsasocial.com/">https://www.bolsasocial.com/</a>	Madrid	Plataformas de participaciones	Reclamación judicial y extrajudicial de derechos de crédito	Educación; Alimentación- integración laboral; Arquitectura sostenible y colaborativa; Agritech; Discapacidad (Salud y bienestar; producción y consumo responsable; integración y desarrollo social; educación de calidad; cambio climático y medio ambiente)

SOCIOSINVERSOR ES 2010 PFP, S.L.	2	15/07/2016	<a href="https://www.sociosinversores.com/">https://www.sociosinversores.com/</a>	Madrid	1. Plataformas de valores; 2. Plataformas de participaciones	Reclamación judicial y extrajudicial de derechos de crédito	/
MYTRIPLEA FINANCIACIÓN PFP, S.L.	3	27/07/2016	<a href="http://www.mytripleaprestamos.com">www.mytripleaprestamos.com</a>	Golmayo	Plataformas de préstamos	1. Canales de comunicación entre usuarios, inversores y promotores 2. Transmisión de información a inversores	Préstamos a empresas
SOCIEDAD ECONOMICA PARA EL DESARROLLO DE LA FINANCIACION ALTERNATIVA COLECTUAL PFP,	5	21/09/2016	<a href="http://www.colectual.com">www.colectual.com</a>	Valencia	Plataformas de préstamos	/	Préstamos a empresas

S.L.							
GROW.LY PLATAFORMA DE FINANCIACION PARTICIPATIVA, S.L.	7	14/10/2016	<a href="http://www.growly.es">www.growly.es</a>	Madrid	Plataformas de préstamos	/	Préstamos a PYME
OCTOBER ESPAÑA PLATAFORMA DE FINANCIACION PARTICIPATIVA, S.L.	8	14/10/2016	<a href="https://es.october.eu">https://es.october.eu</a>	Madrid	Plataformas de préstamos	Canales de comunicación entre usuarios, inversores y promotores	Préstamos a empresas
SOCILEN, PFP, S.L.	9	21/10/2016	<a href="https://www.socilen.com/">https://www.socilen.com/</a>	Madrid	Plataformas de préstamos	/	Préstamos a empresas
ECROWD INVEST PLATAFORMA DE FINANCIACION PARTICIPATIVA, S.L.	10	21/10/2016	<a href="http://WWW.ECROWDINVEST.COM">WWW.ECROWDINVEST.COM</a>	Barcelona	Plataformas de préstamos	/	/
CROWDCUBE SPAIN, PLATAFORMA DE	11	25/11/2016	<a href="http://WWW.CROWDCUBE.ES">WWW.CROWDCUBE.ES</a>	Barcelona	1. Plataformas de valores; 2. Plataformas	Reclamación judicial y extrajudicial de derechos de crédito	/

FINANCIACION PARTICIPATIVA, S.L.					de participaciones		
FELLOW FUNDERS, PFP, S.A.	12	2016/2/12	www.fellowfunders.es	Madrid	1. Plataformas de valores; 2. Plataformas de participaciones	Reclamación judicial y extrajudicial de derechos de crédito	/
ADVENTUREROS, PFP, S.L.	14	13/02/2017	www.adventureros.es	Santa Cruz de Tenerife	1. Plataformas de valores; 2. Plataformas de participaciones; 3. Plataforma de préstamos	Formalización de contratos de suscripción de préstamos	/
EINICIA CROWDFUNDING PFP, S.L.	16	13/02/2017	www.einicia.es	Madrid	1. Plataformas de valores; 2. Plataformas de participaciones;	1. Determinación de cualquier otra variable útil para que los inversores tomen la decisión de inversión;	/

						3. Plataforma de préstamos	2. Reclamación judicial y extrajudicial de derechos de crédito	
CAPITAL CELL CROWDFUNDING PLATAFORMA DE FINANCIACION PARTICIPATIVA, S.L.	17	17/03/2017	WWW.CAPITALCELL.NET	Barcelona		1. Plataformas de valores; 2. Plataformas de participaciones	Reclamación judicial y extrajudicial de derechos de crédito	Salud y Biotecnología
THE CROWD ANGEL, PFP, S.L.	18	24/03/2017	<a href="https://dozeninvestments.com/sobre-nosotros/">https://dozeninvestments.com/sobre-nosotros/</a>	Madrid		1. Plataformas de valores; 2. Plataformas de participaciones; 3. Plataforma de préstamos	1. Determinación de cualquier otra variable útil para que los inversores tomen la decisión de inversión; 2. Reclamación judicial y extrajudicial de derechos de crédito	/



STARTUPXPLORE, PFP, S.L.	19	21/04/2017	<a href="https://startupxplore.com">https://startupxplore.com</a>	Valencia	Plataformas de participaciones	Reclamación judicial y extrajudicial de derechos de crédito	/
HOUSERS GLOBAL PROPERTIES, PFP, S.L.	20	2017/2/6	<a href="http://www.housers.com">www.housers.com</a>	Madrid	1. Plataformas de participaciones; 2. Plataforma de préstamos	/	Inmobiliario
CIVISLEND PFP, S.A.	21	2017/6/10	<a href="http://www.civislend.com">www.civislend.com</a>	Madrid	1. Plataformas de valores; 2. Plataformas de participaciones; 3. Plataforma de préstamos	/	Inmobiliario
CROWDHOUSE WORLDWIDE PFP, S.L.	22	19/01/2018	<a href="http://www.icrowdhouse.com">www.icrowdhouse.com</a>	Barcelona	1. Plataformas de valores; 2. Plataformas de	Reclamación judicial y extrajudicial de derechos de crédito	Inmobiliario

					participaciones		
ZANK FINANCIAL PFP, S.L.	23	23/02/2018	www.zank.com.es	Pozuelo de alarcon (Madrid)	Plataformas de préstamos	/	/
STOCKCROWD PFP, S.L.	24	13/04/2018	WWW.STOCKCROWD.COM	Barcelona	1. Plataformas de valores; 2. Plataformas de participaciones; 3. Plataforma de préstamos	No están disponibles	Inmobiliario
CROWDFUNDING BIZKAIA, PFP, S.L. (socio único)	25	21/05/2018	www.crowdfundingbizkaia.com	Bilbao	1. Plataformas de valores; 2. Plataformas de participaciones	Reclamación judicial y extrajudicial de derechos de crédito	/

FUNDEEN SPAIN, P.F.P., S.L.	27	18/02/2019	<a href="https://www.fundeen.com">https://www.fundeen.com</a>	Majadahon da (Madrid)	1. Plataformas de valores; 2. Plataformas de participaciones; 3. Plataformas de préstamos	/	Energía renovable
BUSINESS DREAM FACTORY PFP, S.L.	28	24/05/2019	<a href="http://www.bdkapital.es">www.bdkapital.es</a>	Telde (Las Palmas)	1. Plataformas de valores; 2. Plataformas de participaciones; 3. Plataforma de préstamos	1. Canales de comunicación entre usuarios, inversores y promotores 2. Transmisión de información a inversores	/
URBANITAE REAL ESTATE PLATFORM, P.F.P., S.L.	29	15/07/2019	<a href="https://urbanitae.com">https://urbanitae.com</a> <a href="https://urbanitae.es">https://urbanitae.es</a>	Madrid	1. Plataformas de participaciones; 2. Plataformas de préstamos	Reclamación judicial y extrajudicial de derechos de crédito	Inmobiliario

CITYPRIVE PFP, S.L.	30	22/11/2019	<a href="https://www.wecity.io/es/">https://www.wecity.io/es/</a>	Madrid	1. Plataformas de valores; 2. Plataformas de participaciones	No están disponibles	Inmobiliario institucional
GEDESCLUB, PFP, S.L.	31	04/09/2020	<a href="http://www.gedesclub.es">www.gedesclub.es</a>	Valencia	Plataformas de préstamos	/	Préstamos a empresas
CRIPTALIA PFP, S.A.	32	23/12/2020	/	Barcelona	1. Plataformas de valores; 2. Plataformas de préstamos	No están disponibles	/
LIGNUM CAPITAL, PFP, S.L. (CERRADA)	4	27/07/2016	<a href="http://www.lignumcap.com/">http://www.lignumcap.com/</a>	Madrid	1. Plataformas de valores; 2. Plataformas de participaciones	1. Análisis de riesgo; 2. Determinación de cualquier otra variable útil para que los inversores tomen la decisión de inversión	/
EASY FINANCING	6	21/09/2016	<a href="http://www.excelend.com">www.excelend.com</a>	Madrid	Plataformas de	/	Préstamos entre

CLUB, PFP, S.L. (CERRADA)					préstamos		personas
ARBOL FINANCE, PFP, S.L. (CERRADA)	13	29/12/2016	www.arboribus.com	Barcelona	Plataformas de préstamos	/	
WELCOME CAPITAL PLATAFORMA DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA, S.A. (CERRADA)	15	13/02/2017	www.welcomecapital.es	Madrid	1. Plataformas de valores; 2. Plataformas de participaciones; 3. Plataforma de préstamos	/	/
COMPTES PERKS, PFP, S.A. (CERRADA)	26	2018/6/7	www.comptesperkspfp.com	Madrid	1. Plataformas de valores; 2. Plataformas de participaciones	No están disponibles	/