

Universidad Internacional de La Rioja
Máster en el ejercicio de la abogacía

Una mirada al Crowdfunding como método de financiación

Trabajo fin de máster presentado por:

Mireia Aleu Barnadas

Titulación:

Máster Universitario en el Ejercicio de la Abogacía

Área jurídica:

Derecho civil y mercantil

Director/a:

Isabel Blanco Esguevillas

Barcelona

13 de diciembre de 2018

Mireia Aleu Barnadas

ÍNDICE

LISTADO DE ABREVIATURAS Y SIGLAS	4
RESUMEN	5
I. INTRODUCCIÓN	6
II. CONTEXTO SOCIOECONÓMICO DEL CROWDFUNDING Y ANTECEDENTES LEGISLATIVOS...	8
III. DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO.....	13
III.1. El concepto de Crowdfunding	13
III.2. Ámbito subjetivo.....	15
III.3. Formación del contrato	16
IV. TIPOLOGÍA DE CROWDFUNDING Y DERECHO APLICABLE A CADA MODALIDAD	18
IV.1. Tipología de Crowdfunding.....	18
IV.2. La regulación del Crowdfunding en España.....	20
V. ASPECTOS JURÍDICOS DEL CROWDFUNDING FINANCIERO	27
V.1. Régimen jurídico de las Plataformas de Financiación Participativa.....	27
V.2. Régimen jurídico de los agentes implicados.....	32
V.3. Supervisión, inspección y sanción	35
V.4. Naturaleza jurídica de las Plataformas de Financiación Participativa	36
VI. MECANISMOS JURÍDICOS DEL CROWDFUNDING DE INVERSIÓN PARA CANALIZAR LAS APORTACIONES EN UNA SOCIEDAD LIMITADA	38
VI.1. El aumento de capital social y derecho de suscripción preferente	38
VI.2. Los estatutos y los pactos parasociales en el contexto del Crowdfunding de inversión.....	39
VI.3. La comunidad de bienes como instrumento jurídico en el Crowdfunding de inversión.....	42
VII. DERECHO COMPARADO	45
VII.1. El marco de la Unión Europea	46
VII.2. La regulación del Crowdfunding en el Reino Unido	48
VII.3. La regulación del Crowdfunding en Italia.....	50

VIII. ASPECTOS DE MEJORA REGULATORIA	53
IX. CONCLUSIONES	56
X. BIBLIOGRAFÍA Y FUENTES NORMATIVAS	59
X.1. Bibliografía, artículos jurídicos y comunicaciones de organismos oficiales	59
X.2. Fuentes normativas	63

LISTADO DE ABREVIATURAS Y SIGLAS

Art.	Artículo
CC	Código Civil
CE	Comisión Europea
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CONSOB	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
FCA	Financial Conduct Authority
JOBS Act	Jumpstart Our Business Startup Act
LFEE	Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial
LSC	Ley de Sociedades de Capital
PFP	Plataformas de Financiación Participativa
ss.	Siguientes
UE	Unión Europea

RESUMEN

El propósito de esta investigación consiste en examinar, desde la perspectiva jurídica, el Crowdfunding como método de financiación alternativa, el cual se divide en varias modalidades que son donaciones, recompensas, préstamos e inversión. A tal fin, se expone una contextualización histórica y del concepto, así como de sus clases. De éstas, sólo las dos últimas, préstamos e inversión, que se caracterizan por tener un componente financiero, se regulan en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial. Como consecuencia, se lleva a cabo un análisis del régimen aplicable a los tipos que se excluyen de la regulación, así como del contenido y posibles carencias de la Ley 5/2015. Para completar el estudio, se examinan los modelos normativos líderes en el entorno comunitario. Para concluir, se proponen algunos aspectos de mejora regulatoria de cara al futuro.

Palabras clave: *Crowdfunding, financiación alternativa, plataformas de financiación participativa, inversor, promotor.*

ABSTRACT

The purpose of this paper is to examine, from a legal perspective, Crowdfunding as an alternative financing method, which is divided into several modalities that are donations, rewards, loans and equity. To this end, it is exposed a contextualisation of the history and the concept, as well as its different modalities. Of these, only the last two, loans and equity, which are characterized by having a financial component, are regulated by Law 5/2015, of April 27, of promotion of business financing. Consequently, an analysis about the legal regime applicable to the types that are excluded from such regulation, as well as the content and any shortcomings of Law 5/2015, is carried out. To complete the study, the leading legal bodies of the European community are examined. To conclude, some aspects of regulatory improvement are proposed for the future.

Keywords: *Crowdfunding, alternative financing, participative financing platforms, investor, promoter.*

I. INTRODUCCIÓN

El Crowdfunding es un método de financiación colectiva en el que promotores de proyectos, mediante convocatoria abierta y pública, solicitan y reciben financiación de particulares a través de una plataforma digital. El Crowdfunding ha experimentado, en la última década, un crecimiento exponencial y sin precedentes, debido a la conjunción de tres fuerzas: el escenario de la crisis económica que agitó la mayoría de los países occidentales, la explosión de la era digital, y la ausencia de un marco regulatorio definido.

En la presente investigación, se hará un análisis detallado de cómo se articula jurídicamente este método de financiación, para responder a una cuestión fundamental: si nuestro derecho ha sabido encajar el Crowdfunding en el ordenamiento jurídico existente o si se debería llevar a cabo una regulación más exhaustiva e integral. Nuestra intención es, pues, contribuir a la investigación jurídica de este fenómeno y estudiar su encaje dentro del ordenamiento actual, para consolidar y afianzar su visión y funcionamiento desde el punto de vista normativo.

Para ello, nuestro estudio se centra, en primer lugar, en una contextualización de la aparición del Crowdfunding, sus elementos definatorios y las principales tipologías de este método de financiación, realizando una labor identificativa del derecho aplicable a cada una de sus clases.

En segundo lugar, se hace una revisión de la primera normativa específica del Crowdfunding en España, la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial, que regula únicamente a dos de sus tipos: el de préstamo y el de inversión. Se estudian, en concreto, los requisitos y obligaciones de las plataformas digitales, las características de los aportantes de fondos y sus receptores, los promotores de proyectos; y finalmente se examina el control que ejerce la Comisión Nacional del Mercado de Valores, como órgano de supervisión.

La tercera parte se dedica a determinar los mecanismos jurídicos para la ejecución del Crowdfunding de inversión, una de las clases reguladas en la Ley 5/2015, a razón de no describirse el procedimiento concreto a seguir en la ley.

Para finalizar el análisis de la legislación, se examinan los principales modelos normativos de derecho comparado, en particular, la postura que ha adoptado la Unión Europea y una visión general de la regulación implementada en Reino Unido y Francia.

Para concluir, y como crítica constructiva a la estructura normativa actual, se han valorado algunos aspectos de mejora regulatoria de cara al futuro, que constituyen un reto para la continua adaptación legislativa que exigirá este novedoso método de financiación.

II. CONTEXTO SOCIOECONÓMICO DEL CROWDFUNDING Y ANTECEDENTES LEGISLATIVOS

El 10 de noviembre de 1993, la Comisión Europea, a través de una Comunicación al Consejo, ya determinaba como uno de los problemas más importantes de las PYMES, su dificultad de acceso a la financiación, configurándose así, como el segundo obstáculo después de las cargas administrativas¹.

Tal y como apunta la doctrina², con la llegada de la crisis económica en la mayoría de los países occidentales, a finales de la primera década del siglo XXI, empezaron a disminuir las posibilidades de acceso a la financiación clásica, que hasta la fecha había sido principalmente el crédito bancario. Esto propició la necesidad de buscar nuevas formas de financiación alternativa que, sumado a la lenta reacción del mercado para adaptarse, causó que se empezaran a aprovechar algunas figuras jurídicas ya existentes como nuevos métodos de financiación, como las donaciones y los préstamos convertibles. La dificultad de acceso a los créditos bancarios tuvo como efecto, adicionalmente, el fomento de la actividad emprendedora para salir de la crisis económica a nivel personal.

La crisis económica, sumada a la creciente actividad emprendedora, requería de otros métodos de financiación más ágiles. Es entonces cuando Internet entra como segundo elemento esencial: una fórmula instantánea para dar publicidad de ideas y proyectos, y que se encuentra fácilmente al alcance popular para conectar personas interesadas en participar de alguna forma en dichos proyectos, sin límites geográficos. PALAZÓN MARTÍN³ determina que en aquellos países en los que ha habido un creciente uso de Internet, también ha aumentado correlativamente su actividad colaborativa. De la misma forma que otros sectores se han adaptado a la explosión de Internet, así lo está haciendo el sector de la financiación.

Vemos que el concepto de Crowdfunding se sitúa en el mapa europeo de la mano de la crisis económica occidental e Internet. Aún así, el concepto de Crowdfunding no se puede considerar algo nuevo, por cuanto la financiación de proyectos por una pluralidad de personas ha existido siempre. La característica distintiva es, en realidad, el medio por el que se realiza: Internet. Éste juega un papel clave, por su facilidad de generar publicidad y acceso a la información. Internet ayuda, además, a reducir el tiempo de búsqueda y recepción de la

¹ MORENO SERRANO (2017: 29-31).

² MORENO SERRANO (2017: 35-40).

SALVADOR SÁEZ (2016: 27-51).

³ PALAZÓN MARTÍN (2017: 5-6).

financiación, a disminuir los costes de publicidad y, en la mayoría de los casos, a reducir los intereses a abonar por el deudor.

Los autores RAMOS, GONZÁLEZ Y LLORCA, entre otros⁴, coinciden en que el Crowdfunding no puede considerarse algo nuevo, y reconocen el gran crecimiento que obtuvo justo después de los inicios de la crisis económica. Sin embargo, disgregan dos factores que se dieron en la crisis de 2008, que causaron el gran auge que tuvo el Crowdfunding. En primer lugar, y como otros autores, atribuyen a la escasez de crédito la falta de oportunidades económicas, que se tradujo en el aumento de proyectos propios y emprendedores. Por otra parte, apuntan que la crisis produjo una agitación social y cambio de mentalidad en la sociedad, que causó que los ciudadanos empezaran a tomar conciencia y a reivindicar causas sociales y desigualdades que dejaba entrever la economía en aquel momento (entre otros, desahucios, recortes en sanidad y educación). Así, estos autores, defienden que se pasó de un modelo individualista de la sociedad a un sentimiento comunitario que, en términos económicos, se tradujo en la llamada economía colaborativa, en la que, entre otros ejemplos, encontramos el Crowdfunding como resultado.

Así las cosas, ya no es la clásica banca quien impulsa los proyectos, sino que son los propios promotores a través de plataformas online quienes deciden cómo hacer llegar su propuesta al mercado.

En este contexto, se puede definir el concepto de Crowdfunding, fruto de la unión de palabras *crowd* (multitud) y *funding* (financiación), como “*la forma de financiación de un determinado proyecto de una persona física o jurídica (promotor) realizada por una pluralidad de personas (crowd) a través de una página web (plataforma de Crowdfunding) en la que se anuncia el mismo*”⁵.

Descifrar el momento en el que se utilizó por primera vez el Crowdfunding no es fácil y la doctrina señala una variedad de episodios. SALVADOR SÁEZ⁶ indica que a lo largo de la historia, es usual ver como emprendedores y grupos de personas se ayudan entre sí para llegar a un fin. Para lograr dichos proyectos, el conjunto de personas que lo emprenden se valen de

⁴ RAMOS-GONZÁLEZ-LLORCA-OTROS (2014: 3-7).

LÓPEZ ORTEGA (2016: 3-6).

⁵ MORENO SERRANO (2017:37).

⁶ SALVADOR SÁEZ (2016: 56-57).

Artículo de la BBC (2013), *The Statue of Liberty and America's crowdfunding Pioneer*.

los medios técnicos y tecnológicos que tienen a su alcance. En este marco, dicho autor identifica como los inicios del Crowdfunding el llamamiento que hizo Joseph Pulitzer en 1885 a través de un periódico de reconocido prestigio en Nueva York, animando a los lectores a dar entre uno y cinco dólares para financiar el pedestal de la Estatua de la Libertad, y a cambio, los participantes recibirían un ejemplar de la Estatua en miniatura.

Otros autores⁷ coinciden que los primeros orígenes del concepto Crowdfunding, tal y como lo conocemos en la actualidad, los encontramos en un grupo de rock británico, *Marillion*, que financió su gira por Estados Unidos en 1997 publicando en su página web su deseo de recaudar dinero para la gira a través de sus fans.

Aunque no fue hasta 2005 cuando se aplicó por primera vez el término Crowdfunding tal y como lo hemos definido, a través de la plataforma Kiva⁸, basada en San Francisco, Estados Unidos. Esta plataforma promociona, también a día de hoy, proyectos de emprendedores provenientes de países en vías de desarrollo, para que, a través de préstamos de personas físicas y jurídicas, se financie su actividad.

Más adelante, de la mano de la crisis económica mundial, se produjo el *boom* del Crowdfunding y aparecieron una gran cantidad de plataformas como IndieGoGo⁹ (2008) o Kickstarter¹⁰ (2009), que promocionan los proyectos a cambio de recompensas para los pequeños inversores. Se introdujeron también al mercado más plataformas, como EquityNet¹¹ (2005), GrowVC¹² (2010) o Crowdcube¹³ (2011), que daban, a cambio de las aportaciones, capital social del proyecto promocionado.

En sus comienzos, el Crowdfunding estaba orientado a los sectores artístico y cultural, pero con su evolución se ha extendido también su ámbito de aplicación, llegando a los emprendedores de la era digital y tecnológica y también incluso a campañas políticas¹⁴. Esta nueva modalidad de financiación ha ido creciendo año tras año sin precedentes.

⁷ MORENO SERRANO (2017: 40).

PALAZÓN MARTÍN (2017: 6-9).

⁸ <https://www.kiva.org/businesscenter/crowdfunding-with-kiva>

⁹ <https://www.indiegogo.com/>

¹⁰ <https://www.kickstarter.com/>

¹¹ <https://www.equitynet.com/>

¹² <http://group.growvc.com/>

¹³ <https://www.crowdcube.com/explore/es/home>

¹⁴ MÁRMOL LORENZO (2017: 1).

En España, hasta el año 2010 no se crean las primeras plataformas de Crowdfunding, siendo las pioneras Verkami¹⁵ y Lánzanos¹⁶, momento en el que empieza a adquirir relevancia este método de financiación en nuestro país.

Debido a tal crecimiento exponencial y a la poca o nula regulación que había hasta el momento sobre el Crowdfunding, los gobiernos de las principales economías occidentales empezaron, las primeras en el año 2012¹⁷, a introducir regulaciones específicas para ciertos tipos de Crowdfunding, para dotar de más seguridad jurídica a esta institución y proteger tanto al emprendedor como al micro-inversor, así como para evitar prácticas abusivas. El primer país que introdujo regulación al respecto, en 2012, fue Estados Unidos, seguido de Italia. En los siguientes años, otros países europeos promulgaron textos normativos para la regulación del Crowdfunding, como Reino Unido o Francia. Por el momento, sin embargo, la Unión Europea (en adelante, “UE”) no ha desarrollado materia legislativa comunitaria sobre el Crowdfunding, aunque esto no significa que no se haya pronunciado en diversas ocasiones al respecto, incluso introduciendo algunas medidas de fomento del Crowdfunding a nivel nacional y europeo, tales como talleres formativos. Estos aspectos se verán con más profundidad en el apartado VII, en el que se analiza el derecho comparado.

En España, no fue hasta febrero de 2014, a pesar de la creciente regulación que estaban experimentando en este campo otros países como Reino Unido o Italia, que se presentó en el Congreso de los Diputados un anteproyecto de ley para regular algunas de las modalidades de Crowdfunding para terminar con el vacío legal que existía en nuestro país hasta el momento¹⁸. El instrumento jurídico que se emplearía para su regulación sería la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de Financiación Empresarial, en la que el Crowdfunding ocuparía el Título V. Aunque tal y como se expondrá, con la promulgación de esta ley no se abarca una regulación exhaustiva del Crowdfunding, sino sólo de aquellos tipos de Crowdfunding que generan un retorno financiero para quien invierte.

El Crowdfunding, como hemos visto, representa una nueva e importante oportunidad de financiación para empresas pequeñas y medianas, las cuales han tenido históricamente más dificultades de acceso a la financiación tradicional. Debido al crecimiento que está

¹⁵ <https://www.verkami.com/>

¹⁶ <https://www.lanzanos.com/>

¹⁷ MORENO SERRANO (2017: 29-30).

¹⁸ Artículo de ElDerecho (2014), *El “crowdfunding”: vehículo de financiación para proyectos y empresas*.

experimentando, en muchos países occidentales se está adaptando su legislación nacional para dar cabida a esta nueva práctica.

III. DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO

III.1. El concepto de Crowdfunding

Para analizar este concepto en términos jurídicos, se debe entender que el Crowdfunding no se concreta en una sola figura jurídica que genera unos derechos y obligaciones estáticos para las partes. Aun bajo unos elementos comunes (una pluralidad de inversores, un promotor de un proyecto, y una plataforma online como intermediaria), la flexibilidad y posibilidades que ofrece esta figura pueden dar lugar a una gran diversidad de vínculos contractuales según el método empleado.

No hay, por tanto, un concepto general aceptado por la doctrina, en parte dado a la reciente aparición de este fenómeno, pero muchos autores coinciden en los elementos básicos del Crowdfunding, a pesar de la complejidad y variables del concepto.

Como ya se ha apuntado en el apartado anterior, el autor MORENO SERRANO define el Crowdfunding como *“la forma de financiación de un determinado proyecto de una persona física o jurídica (promotor) realizada por una pluralidad de personas (crowd) a través de una página web (plataforma de Crowdfunding) en la que se anuncia el mismo”*¹⁹.

Otros autores definen el concepto de formas muy similares:

- LÓPEZ-FRESNO lo define como *“El Crowdfunding es una modalidad de financiación (“funding”), fundamentada en la participación de multitud de personas (“crowd”) que colaboran y aportan su dinero a través de Internet, por lo general en pequeñas o medianas inversiones, con el fin de apoyar esfuerzos iniciados por otras personas u organizaciones”*²⁰.
- ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA lo describe como *“El esfuerzo colectivo de muchos individuos, que ponen en común sus recursos para apoyar un proyecto concreto iniciado por otras personas u organizaciones con la ayuda de Internet”*²¹.

¹⁹ MORENO SERRANO (2017:37).

²⁰ LÓPEZ-FRESNO (2013: 245).

²¹ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA (2013:4).

- RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, por su parte, lo reseña como *“El Crowdfunding, frecuentemente traducido como “financiación en masa o colectiva”, describe un amplio y variado fenómeno consistente en la creación de un entorno (electrónico) para la agrupación de un colectivo, la aportación de ideas, recursos y fondos y la interacción de la red dirigidas a apoyar conjuntamente proyectos, esfuerzos e iniciativas de individuos, organizaciones o empresas”*²².
- Por último, DE BUYSERE lo explica como *“Crowdfunding can be defined as a collective effort of many individuals who network and pool their resources to support efforts limited by other people or organizations. This is usually done via or with help of the Internet. Individual projects and business are financed with small contributions from a large number of individuals, allowing innovators, entrepreneurs and business owners to utilise their social Networks to raise capital”*²³.

Por su parte, SALVADOR SÁEZ²⁴ expone que para que se pueda usar el término Crowdfunding, deben identificarse dos requisitos comunes a cualquier tipología, que serán fundamentales para distinguir este concepto de otras formas jurídicas:

a) Operación triangular entre un promotor, los aportantes y la plataforma (ámbito subjetivo).

Por una parte, resalta que la plataforma es uno de los factores más importantes, puesto que una persona que solicita fondos por sus propios medios sin una plataforma como intermediaria no puede considerarse Crowdfunding. El autor hace hincapié en la importancia de diferenciar el Crowdfunding, que se vale de una plataforma que media entre los promotores y los aportantes de fondos, de otras prácticas como las meras donaciones a proyectos, que con frecuencia son confundidos.

Por otra parte, a nivel jurídico, también resalta la relevancia de la relación triangular entre los sujetos como rasgo diferenciador del concepto. Existirá una relación jurídica entre el promotor y la plataforma, una relación jurídica entre la plataforma y los aportantes y, por último, una relación jurídica entre el promotor y los aportantes, siendo ésta la más compleja por poder dar lugar a diferentes tipos de contrato y leyes aplicables en función del modelo de

²² RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL (2014: 124).

²³ DE BUYSERE-GAJDA-KLEVERLAAN-MAROM (2012: 9).

²⁴ SALVADOR SÁEZ (2016: 58-73).

Crowdfunding utilizado. El derecho español aplicable a cada modalidad se examinará en el apartado IV.2.

b) Operación con una única finalidad o destino (ámbito objetivo).

SALVADOR SÁEZ explica que la razón de ser del Crowdfunding es la destinación de los fondos recaudados a la financiación de un proyecto concreto, que es tangible y puede medirse. El Crowdfunding no debería aplicarse como concepto a meras rondas de financiación para continuar con la actividad regular de una empresa o sufragar deudas, sino que debe asociarse a una idea, un motivo o propósito, en definitiva, a una aspiración concreta.

Este autor define el concepto de Crowdfunding de la siguiente manera: *“El crowdfunding es un mecanismo de captación de fondos gestionado a solicitud de los emprendedores por plataformas de financiación participativa, las cuales utilizan el alcance global de Internet para publicitar ideas y proyectos ofrecidos por aquellos, con la intención de captar micro-aportantes que puedan contribuir en su conjunto y dentro del plazo fijado, con el capital mínimo exigido por los promotores, para materializar dicho proyecto, siendo indistinto el carácter lucrativo de la operación financiera”*²⁵.

III.2. Ámbito subjetivo

Los elementos subjetivos que determinan el concepto de Crowdfunding son tres, sin perjuicio de las intervenciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, “CNMV”) y el Banco de España en algunos supuestos, que se detallarán en el apartado V. Los tres sujetos participantes son²⁶:

- El promotor. Es el titular de un futuro proyecto, que requiere financiación mediante la puesta en conocimiento de su proyecto a una generalidad de sujetos. El proyecto puede consistir en una actividad completamente nueva que inicie el promotor, o puede enmarcarse dentro de una actividad ya existente, a la que se le adhiere un proyecto nuevo. Aquello importante es pues, que el proyecto consista en el desarrollo de un propósito concreto, y no forme parte de la mera actividad regular de una empresa. Los

²⁵ SALVADOR SÁEZ (2016: 73).

²⁶ MORENO SERRANO (2017: 52-68).

PEÑA GONZÁLEZ (2015: 36-40).

PALAZÓN MARTÍN (2017: 9-12).

promotores pueden ser tanto personas físicas como personas jurídicas, aunque en algunos tipos de Crowdfunding pueden existir matizaciones, como por ejemplo el deber de información de su identidad o composición en el capital social, en el caso de personas jurídicas.

- Los inversores, o el “*crowd*”. Son el conjunto de sujetos que realizan las aportaciones para financiar el proyecto del promotor. Por la razón de ser del Crowdfunding, en el que la esencia es conseguir financiación por parte de un colectivo generalizado, parece que cualquier persona física o jurídica puede actuar como inversor, pero no es exactamente así. Mientras que en algunos tipos de Crowdfunding no hay limitación alguna, en otros, se pueden imponer restricciones como por ejemplo un máximo de inversión anual por inversor.
- La plataforma. Es el elemento más característico del Crowdfunding. Es el medio que pone en contacto a los distintos promotores de proyectos con los inversores, a través de páginas web o aplicativos *online*, mediante el cual se publica el anuncio del proyecto que busca financiación. Al actuar como intermediaria, la plataforma normalmente percibe un porcentaje de la recaudación alcanzada. De nuevo, en función del tipo de Crowdfunding, las plataformas podrán tener una regulación que les impone determinados requisitos, como por ejemplo la obligación de estar constituida como sociedad de capital con un capital social mínimo.

Las limitaciones a las que se hace referencia en este apartado, entre otras, aplican principalmente a los tipos de Crowdfunding de préstamo y de inversión, por ser las que mayor riesgo conllevan. La definición de cada tipología de Crowdfunding se verá en el siguiente apartado, y las limitaciones a las que se ha hecho referencia se verán en el apartado V.

III.3. Formación del contrato

A raíz de estas definiciones y apuntes, se puede delimitar el tipo de negocio jurídico en el que se encuadra el Crowdfunding:

- Negocio intervivos, por regular la relación jurídica entre los sujetos antes de su fallecimiento.

- Negocio patrimonial, pues regula aspectos de marcado contenido económico, siendo el Crowdfunding un contrato entre las partes, independientemente de su tipología.
- Negocio típico o atípico, según el caso. Aun siendo un negocio lícito y admisible, no hay una institución que lo regule expresamente en su totalidad. Aun así, como se verá más adelante, algunos tipos de Crowdfunding sí que tienen en la actualidad una regulación expresamente prevista por el legislador, mientras que otros tipos se apoyan en figuras jurídicas generales ya existentes, como las donaciones o la compraventa.
- Negocio lucrativo u oneroso, según la modalidad de Crowdfunding. En algunos casos consistirá en un negocio gratuito o lucrativo, por no existir contraprestación alguna a la aportación. En otros casos, se tratará de negocios onerosos, por cuanto la razón de la aportación es la expectativa de una contraprestación.
- Negocio bilateral o plurilateral, según la relación triangular de las partes. Es bilateral en la contratación entre la plataforma y el promotor, y plurilateral entre la plataforma y los aportantes, y el promotor y los aportantes, por cuanto intervienen una pluralidad de partes.
- Contrato electrónico, pues el negocio se consensua a través de medios electrónicos (la plataforma). Los contratos celebrados vía electrónica se regulan con lo establecido en la Ley 34/2002, de 11 de julio, de Servicios de la Sociedad de la Información y el Comercio Electrónico, en concreto en su Título IV (artículos 23 a 29).

Como se ve, el Crowdfunding no es un concepto sencillo sino está dotado por múltiples modalidades, las cuales dificultan aún más la determinación del tipo de negocio jurídico y derecho aplicable en la contratación. A continuación, se examinan las modalidades de Crowdfunding generalmente aceptadas por la doctrina, así como el derecho aplicable a cada una de ellas.

IV. TIPOLOGÍA DE CROWDFUNDING Y DERECHO APLICABLE A CADA MODALIDAD

IV.1. Tipología de Crowdfunding

La forma más sencilla de dividir el Crowdfunding es entre el de inversión y el de no inversión, en función de si se espera un retorno financiero como contraprestación. Esta distinción es la que se ha utilizado para legislar sobre la materia en la mayoría de los países, como veremos más adelante.

Sin embargo, muchos autores, como MORENO SERRANO, la UK CROWDFUNDING ASSOCIATION, los expertos de la plataforma CROWDACY, PEÑA GONZÁLEZ o los expertos de ELDERECHO²⁷, coinciden en clasificar el Crowdfunding en las siguientes modalidades²⁸:

1. Crowdfunding de donación (*Donation-based Crowdfunding*)

El aportante no recibe nada a cambio, o en su caso, solamente un reconocimiento honorífico por haber participado. Es un Crowdfunding lucrativo o gratuito, en el que los aportantes contribuyen al proyecto por el mero hecho de verlo realizado, pues en este ámbito los proyectos de Crowdfunding suelen tener aspiraciones humanitarias, solidarias o culturales; y las plataformas son generalmente asociaciones, fundaciones u ONGs.

2. Crowdfunding de recompensa (*Reward-based Crowdfunding*)

Normalmente la contraprestación que se recibe es el producto o servicio que el promotor está intentando desarrollar, a precios especiales o de forma gratuita una vez se consigue. Algunos autores como MORENO SERRANO también apuntan que existen otras formas de contraprestación distintas a la recepción del producto o servicio, como, por ejemplo, el derecho de participación mediante votación en el diseño del producto que se quiere financiar.

²⁷ MORENO SERRANO (2017: 41-44).
Artículo de UK Crowdfunding (2013), *What is Crowdfunding*.
PEÑA GONZÁLEZ (2015: 40-42).
Artículo de ELDerecho (2014), *El "crowdfunding": vehículo de financiación para proyectos y empresas*.

²⁸ Otros autores han clasificado el Crowdfunding según otros criterios, o han subdividido las categorías expuestas en más subcategorías acotando sus características, pero por la extensión y foco de este trabajo se han expuesto aquellas categorías que una generalidad de autores coincidía en diferenciar.

Por otra parte, en este modelo suele emplearse la fórmula de “*todo o nada*” (*all or nothing*), por la que, en el periodo de recaudación, los inversores se comprometen a realizar aportaciones pero sin llegar a hacer el desembolso, el cual queda condicionado a que el proyecto consiga el objetivo de financiación propuesto. En caso de que no lo alcance, los inversores no deberán desembolsar dinero, pues se entiende que, si el proyecto no ha llegado al objetivo de financiación mínimo que necesitaba, no podrá cumplir con la recompensa. En el caso que el proyecto sí llegue al objetivo propuesto, todos los inversores quedarán obligados a efectuar el desembolso²⁹. Como modelo opuesto, existe la fórmula de “*todo cuenta*” (*keep it all*), mediante la cual es posible recaudar financiación sin esperar a llegar a un mínimo establecido.

3. Crowdfunding de préstamo (*Lending-based Crowdfunding*)

El promotor ofrece a los aportantes un tipo de interés, y pasado un plazo, que normalmente oscila entre uno y cinco años, éstos reciben el dinero invertido junto con la rentabilidad pactada en el momento del otorgamiento del préstamo. El Crowdfunding de préstamo siempre se realiza con un tipo de interés, pues en caso contrario se trataría de una donación.

4. Crowdfunding de inversión (*Equity-based Crowdfunding*)

Los aportantes reciben capital social de la compañía en forma de acciones o participaciones, con la expectativa de que la compañía crecerá en el futuro y les aportará dividendos o una plusvalía, en caso de venta de sus participaciones. Los aportantes se convierten en verdaderos inversores y socios de la compañía.

Dentro de esta clasificación, son el Crowdfunding de préstamo y el Crowdfunding de inversión los que están caracterizados por un **componente financiero** de la actividad y, por ende, los que han sido mayoritariamente regulados a nivel global, al conllevar mayor riesgo.

La gran mayoría de países europeos han seguido el criterio financiero para introducir regulación específica, quedando desprotegidos los tipos de Crowdfunding no financieros, con

²⁹ BUENO PARAMIO (2018: 23-25).

la excepción de Portugal, que cuenta con una regulación expresa dedicada al Crowdfunding de donación y al Crowdfunding de recompensa³⁰.

Como dato interesante, y según el Informe anual de la Asociación española de Crowdfunding, el Crowdfunding de préstamo y el Crowdfunding de inversión, esto es, el Crowdfunding financiero, supusieron en 2016 casi el 70% de la recaudación total en España³¹.

IV.2. La regulación del Crowdfunding en España

Diversas plataformas de Crowdfunding españolas, organizaciones, e incluso la Asociación española de Crowdfunding, venían solicitando al Gobierno la regulación del mismo como método de financiación alternativo³². Fue en el año 2014 cuando empezaron los trámites legislativos, con el Anteproyecto de Ley sobre Fomento de la Financiación Empresarial, que se presentaba por primera vez una propuesta de regulación del Crowdfunding en España. La publicación de la primera regulación de esta materia se estableció a través de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial (en adelante, “LFFE”).

En consonancia con los referentes comunitarios, desarrollados más adelante, España ha regulado en la LFFE aquellas modalidades que ofrecen un rendimiento dinerario o financiero a cambio (el Crowdfunding de préstamo y de inversión, según las modalidades descritas), por el evidente riesgo e inseguridad jurídica que conlleva para los aportantes. A continuación, se llevará a cabo un breve análisis del Preámbulo de la LFFE, en el que se presenta por primera vez el Crowdfunding desde una perspectiva jurídica.

El Preámbulo de la LFFE advierte que las empresas españolas han sido, históricamente, dependientes de la financiación bancaria, y con la marcada reducción del crédito que se produjo a raíz de la crisis económica, las PYMES, que representan el porcentaje mayoritario del tejido empresarial, se vieron especialmente resentidas. En este marco, y mediante la promulgación de la LFFE, se pretende:

- (i) Hacer más accesible a las PYMES el crédito bancario, objetivo que se desarrolla en los Títulos I a IV; y

³⁰ MORENO SERRANO (2017: 43).

³¹ Artículo de la Asociación Española de Crowdfunding (2016), *Crowdfunding en España 2016*.

³² LORRIO GIL (2014: 1-2).

- (ii) Ampliar los medios de financiación alternativos para diversificar las opciones de las PYMES y evitar un nuevo bloqueo en sus posibilidades de acceso al crédito. Es en este marco que se introduce, en el **Título V de la LFFE, la regulación del Crowdfunding (artículos 46 a 93)**.

En este Título V se da cobertura al régimen jurídico del Crowdfunding, y en particular, al de las llamadas Plataformas de Financiación Participativa (en adelante, “**PFPP**”). La LFFE introduce este concepto para diferenciar las plataformas que ofrecen Crowdfunding con retornos financieros, del resto de plataformas que no quedan reguladas por la Ley, y que por tanto no serán PFPP, sino simplemente, plataformas o aplicativos *online*.

El Preámbulo de la LFFE define las PFPP como “*plataformas que ponen en contacto a promotores de proyectos que demandan fondos mediante la emisión de valores y participaciones sociales o mediante la solicitud de préstamos, con inversores u oferentes de fondos que buscan en la inversión un rendimiento*”³³.

En el Preámbulo, el legislador manifiesta la necesidad de regular el Crowdfunding financiero por el carácter arriesgado de las inversiones. En todo caso, dicha regulación no pretende asegurar el éxito de los promotores, sino más bien garantizar que los fondos recaudados irán destinados al proyecto en cuestión, protegiendo así a los inversores frente a posibles estafas, y eximiendo a las PFPP de cualquier responsabilidad frente a la insolvencia de los proyectos del promotor y a su vez, proporcionando herramientas a dichas plataformas para que puedan mitigar y gestionar dichos riesgos.

Por último, se hace patente repetidamente que **la LFFE sólo aplicará al Crowdfunding de préstamo e inversión**, dejando fuera de su regulación al Crowdfunding de donación y de recompensa.

En conclusión, el Preámbulo de la LFFE nos conduce a identificar tres objetivos en la regulación del Crowdfunding. El primero, aclarar y fijar al fin un marco normativo unánime para el Crowdfunding financiero, que se venía reclamando por diversos grupos del sector. El segundo, el ánimo de potenciar e impulsar el uso del Crowdfunding, prestando un marco de

³³ Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (BOE núm. 101, de 28/04/2015), Preámbulo, pág. 10.

seguridad jurídica a todos los intervinientes. Y, por último, garantizar la protección de los inversores ante el evidente riesgo financiero que presentan los proyectos de los promotores.

Hay que tener presente, sin embargo, que la LFFE no agota el marco normativo del Crowdfunding, tampoco en los casos de rendimientos financieros. El régimen jurídico aplicable tiene que ser completado con la Ley de Sociedades de Capital, el Código de Comercio, el Código Civil, la Ley Orgánica de Protección de Datos e incluso normativa sobre consumidores, cuando apliquen³⁴.

El análisis detallado del contenido del Título V de la LFFE se llevará a cabo en el apartado V, por cuanto aquí solo se pretende identificar el derecho aplicable a cada tipo de Crowdfunding.

Frente a la regulación establecida en la LFFE de los tipos de Crowdfunding de préstamo e inversión, nos encontramos sin una regulación específica prevista para el Crowdfunding de donación y recompensa.

Esta falta de regulación específica implica dos factores:

- 1) Que nada de lo establecido en la LFFE es aplicable a estos dos tipos, por cuanto dicha Ley los excluye expresamente en su artículo (en adelante, “**artículo**” o “**art.**”) 46.2.
- 2) Por otra parte, implica que las partes, aún sin regulación específica, podrán contratar en base a su autonomía de la voluntad, de acuerdo con el artículo 1255 del Código Civil (en adelante, “**CC**”)³⁵.

Como conclusión de lo anteriormente expuesto, para poder establecer el derecho aplicable a estas dos modalidades se deberá atender a la naturaleza contractual entre las partes.

En el caso del **Crowdfunding de donación**, no parece que se genere mayor problema y la doctrina coincide en que los preceptos aplicables son los del Título II del Libro Tercero del CC (De la donación)³⁶. Los artículos 618 y 619 distinguen las diversas clases de donaciones:

³⁴ MORENO SERRANO (2017: 44-52).

SALVADOR SÁEZ (2016: 19-22).

³⁵ Art. 1255 del Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil (BOE núm. 206, de 25/07/1889). *Los contratantes pueden establecer los pactos, cláusulas y condiciones que tengan por conveniente, siempre que no sean contrarios a las leyes, a la moral ni al orden público.*

³⁶ Deberá también tenerse en cuenta el ámbito territorial del Crowdfunding para determinar la ley aplicable, por ser de aplicación subsidiaria el CC español en algunas Comunidades Autónomas.

- Modalidad simple (art. 618 CC)³⁷.
- Donación por méritos (art. 619 CC)³⁸.
- Donación modal, onerosa, o con carga (art. 619 CC). Son donaciones realizadas bajo la imposición de un gravamen o carga, cuyos valores deben ser inferiores a aquél donado. Aplicando dicho concepto al Crowdfunding, se entenderá que la cantidad donada se acompaña con la carga del deber de destinarse a la realización del proyecto promocionado. Cabe entender, y así lo establece el artículo 647.1 del CC, que en la donación modal tiene cabida el cumplimiento forzoso y la reclamación de las cantidades donadas en caso de incumplimiento de contrato, que se entenderá así cuando los fondos no se destinen al proyecto promocionado. En el caso que el valor de la *cosa* (en nuestro caso, el proyecto) sea inferior a la cantidad que se dona, tal y como señala el artículo 622 del CC, se considerará compraventa aquella parte de la transacción con importe igual al valor de la cosa, y el exceso de aportación será considerado una donación³⁹.

En el caso del **Crowdfunding de recompensa**, el análisis de los autores no es unánime. Autores como MORENO SERRANO⁴⁰ distinguen diversas clases de Crowdfunding de recompensa, como las donaciones modales, las compraventas de esperanza, y las compraventas con el pago del precio por adelantado. Otros autores, como SALVADOR SÁEZ y BUENO PARAMIO⁴¹, establecen una diferenciación entre recompensas insignificantes, en cuyo caso se encuadrarán dentro del Crowdfunding de donación, y entre recompensas relevantes, en cuyo caso se entenderán como compraventas con pago del precio por adelantado o como una preventa. PALAZÓN MARTÍN, por su parte, divide los tipos de compraventa entre compraventas de esperanza, donaciones, contratos de obra o servicios, y promesas públicas de recompensa⁴². Como se ve, la clasificación que realiza la doctrina de la naturaleza jurídica del Crowdfunding de recompensa no es aún una cuestión pacífica.

³⁷ Art. 618 CC. *La donación es un acto de liberalidad por el cual una persona dispone gratuitamente de una cosa en favor de otra, que la acepta.*

³⁸ Art. 619 CC. *Es también donación la que se hace a una persona por sus méritos o por los servicios prestados al donante, siempre que no constituyan deudas exigibles, o aquella en que se impone al donatario un gravamen inferior al valor de lo donado.*

³⁹ BUENO PARAMIO (2018: 23-25).

⁴⁰ MORENO SERRANO (2017: 44-52).

⁴¹ SALVADOR SÁEZ (2016: 78-81).

BUENO PARAMIO (2018: 23-25).

⁴² PALAZÓN MARTÍN (2017: 12-28).

Por simplicidad, se entenderá que la donación modal queda incluida dentro de la tipología del Crowdfunding de donación, por cuanto el CC incluye en la definición de donación dicho tipo.

Así pues, asumiremos que el Crowdfunding de recompensa puede entenderse como:

- Una compraventa de esperanza (*emptio spei*). MORENO SERRANO Y PALAZÓN MARTÍN⁴³, autores que aportan esta distinción, entienden que se produce cuando se realizan aportaciones con independencia de que les sea entregada o no una recompensa, en cuyo caso el aportante estaría pagando sin saber con certeza si la cosa que debería recibir a cambio existe, y asumiendo que en caso de que ésta no se materializara, no cabría reclamación alguna por el aportante, pues generalmente en esta categoría, cuando no se puede completar el Crowdfunding, se devuelven las aportaciones a los participantes. Esta definición se encuadra dentro de las obligaciones condicionales del CC, dentro de su Capítulo III del Título I del Libro Cuarto. Se podría entender pues, que esta transacción es una compraventa con una cláusula resolutoria expresa.
- Un contrato de obra o servicios. PALAZÓN MARTÍN apunta que, en este caso, sería de aplicación el artículo 1544 del CC, por el cual una de las partes se obliga a ejecutar una obra o prestar un servicio a la otra, en función de la naturaleza de la recompensa, por un precio cierto. Según esta definición, sólo tendría cabida el Crowdfunding con obligaciones de resultado y no de medios, en el que el promotor del proyecto se compromete a un resultado seguro y prometido, que sería la finalización de la obra u ofrecimiento del servicio. La misma autora resalta la singularidad de esta clasificación, por cuanto normalmente no es así como funciona el Crowdfunding. Solamente se podrían encuadrar aquí proyectos que usaran el Crowdfunding como una herramienta para sus ventas, de forma que se conozca por anticipado y con certeza que, llegando a un determinado importe recaudado, es posible alcanzar un volumen de ventas concreto⁴⁴.
- Una promesa pública de recompensa. En esta tipología adquiere relevancia el factor de la publicidad que se realiza del proyecto, así como la unilateralidad de la promesa por parte de promotor del proyecto. El CC no regula esta figura, pero ésta ha sido aceptada por la doctrina y jurisprudencia. La promesa pública de recompensa será exigible siempre que se difunda públicamente y vaya dirigida a personas indeterminadas. En este caso, en el momento que un inversor manifieste su voluntad de forma individual de participar en la

⁴³ MORENO SERRANO (2017: 49-50).

⁴⁴ PALAZÓN MARTÍN (2017: 12-28).

financiación, nacerá la obligación o vínculo contractual entre las partes, sin ser necesaria la posterior aceptación expresa del promotor. De esta forma, una vez expuesto el proyecto públicamente, no será posible una retractación del promotor, puesto que la mera publicación de la promesa ya opera como fuente de obligaciones⁴⁵. Esta definición elaborada por PALAZÓN MARTÍN parece acotar con precisión el significado del Crowdfunding por recompensa, por cuanto la publicidad de los proyectos en la plataforma es un elemento clave, aunque parece que esta clasificación hace referencia al grado de vinculación contractual y no a un tipo de contrato en sí mismo.

- Una compraventa con pago del precio por adelantado / con entrega aplazada del bien. En esta tipología se ponen de acuerdo autores como SALVADOR SÁEZ y MORENO SERRANO⁴⁶, entre otros, encuadrando el tipo dentro del Título IV del Libro Cuarto del CC (Del contrato de compra y venta). Mediante esta tipología, los inversores entregan un precio por adelantado para recibir como contraprestación, en el futuro, la entrega de un bien o servicio, esto es, la recompensa. Parece que esta clasificación es la más acertada y la que generalmente ha originado más aceptación.

Los autores SALVADOR SÁEZ y MORENO SERRANO⁴⁷ coinciden en que, adicionalmente al régimen jurídico aplicable a cada tipología, éste tiene que ser completado con otras normas, entre otras la Ley de Sociedades de Capital, el Código de Comercio o la Ley Orgánica de Protección de Datos.

En particular, ambos autores mencionan que generalmente también serán de aplicación las normas previstas para:

- Contratos celebrados por vía electrónica, recogidas en la Ley 34/2002, de 11 de julio, de Servicios de la Sociedad de la Información y el Comercio Electrónico; por cuanto todas las tipologías de Crowdfunding se celebran por medio de una plataforma *online*.
- Protección de los consumidores, recogidas en la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, pues el promotor puede considerarse como un empresario o vendedor; y el aportante puede considerarse como un consumidor.

⁴⁵ PALAZÓN MARTÍN (2017: 12-28).

⁴⁶ MORENO SERRANO (2017: 44-52).
SALVADOR SÁEZ (2016: 411-432).

⁴⁷ MORENO SERRANO (2017: 44-52).
SALVADOR SÁEZ (2016: 411-432).

Con el propósito de resumir el entramado de normas aplicables a cada tipología, se ha confeccionado el siguiente cuadro conceptual:

Derecho aplicable al Crowdfunding	Tipología de Crowdfunding			
	Donación	Recompensa	Préstamo	Inversión
Figura que lo regula:	Se enmarca en la figura de la <u>donación</u> .	No hay unanimidad en la doctrina. La figura más aceptada es la de <u>compraventa con pago del precio por adelantado / con entrega aplazada del bien</u> .	Regulación propia.	
Normativa aplicable:	Título II del Libro Tercero del CC.	Título IV del Libro Cuarto del CC.	Título V de la LFFE ⁴⁸ . (Su contenido se examina en el siguiente apartado).	
Otra normativa aplicable:	<ul style="list-style-type: none"> • Ley 34/2002, de 11 de julio, de Servicios de la Sociedad de la Información y el Comercio Electrónico, • Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, y • Ley de Sociedades de Capital, Código de Comercio y Código Civil, en los casos que sea de aplicación. 			

⁴⁸ Sin perjuicio de las remisiones que la LFFE haga a otras normas.

V. ASPECTOS JURÍDICOS DEL CROWDFUNDING FINANCIERO

Una vez analizado el derecho aplicable a cada tipología de Crowdfunding, en este apartado se estudiará con mayor detalle el contenido del Título V de la LFFE, por ser una regulación novedosa y específica para dos de los tipos de Crowdfunding vistos.

La LFFE aborda la regulación del Crowdfunding financiero (préstamos e inversión) desde una triple dimensión. En primer lugar, regula el régimen jurídico de las PFP (su alcance, autorización, reserva de actividad...), en segundo lugar, regula el régimen jurídico de los agentes implicados (los promotores y proyectos, y los inversores) y, por último, introduce el régimen de supervisión, inspección y sanción. Finalmente, en este apartado se analizará también la naturaleza jurídica de las PFP según la doctrina, pues como se verá ello no queda especificado en la LFFE.

V.1. Régimen jurídico de las Plataformas de Financiación Participativa

El concepto de Plataforma de Financiación Participativa y alcance del régimen

El artículo 46 de la LFFE delimita el concepto de PFP como “*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*”⁴⁹, y que además ejerzan su actividad en España (art. 47 LFFE).

Esta definición destaca dos factores clave a la hora de distinguir las PFP de otras plataformas:

- Su labor intermediadora, como elemento necesario en la relación triangular entre los promotores, los inversores, y la propia plataforma.
- El componente electrónico, mediante el cual se facilita un entorno que permite conectar a los sujetos mencionados. Esta circunstancia hace que, además de la LFFE, también les sea de aplicación la Ley 34/2002, de 11 de julio, de Servicios de la Sociedad de la Información y el Comercio Electrónico, como ya se ha mencionado.

⁴⁹ Art. 46.1 LFFE.

El mismo artículo 46.2 enuncia una delimitación negativa del concepto, del cual quedan fuera aquellas plataformas que desarrollen la actividad exclusivamente a través de (i) donaciones, (ii) venta de bienes y servicios y (iii) préstamos sin intereses.

Resulta interesante destacar que la inclusión del término “*exclusivamente*” en el precepto da a entender que aquellas plataformas que ofrezcan servicios mixtos (financieros y no financieros) quedan dentro del alcance de la Ley⁵⁰.

Es así como las PFP delimitan su **ámbito de aplicación** solamente al Crowdfunding de préstamo (con intereses) e inversión, y combinaciones que incluyan componentes financieros. Se entiende así que el legislador ha querido dotar de un régimen jurídico específico a aquellas actividades de Crowdfunding que comportan un mayor nivel de riesgo, en tanto que los inversores participan esperando recibir un retorno dinerario o financiero a cambio. El elevado riesgo de este tipo de operaciones comporta la necesidad de dotar de mayor protección jurídica a los inversores, asignando entidades que autorizan y supervisan el buen funcionamiento de estas plataformas.

Más en concreto, la LFFE entra a regular el conjunto de actividades que ofrecerán las PFP, diferenciando un núcleo mínimo y obligatorio (actividades obligatorias) de otras actividades y servicios de carácter potestativo (actividades auxiliares). En el artículo 51.1 se concretan dos **servicios de obligada prestación**:

- a) *Recepción, selección y publicación de proyectos de financiación participativa.* Las PFP no se limitan sólo a recibir y publicar aquellos proyectos que reciben, sino que están obligadas a realizar una selección. La LFFE no concreta el procedimiento para la selección, dejando a elección de las propias plataformas si quieren basarse en criterios meramente legales y formales o si quieren entrar a valorar la calidad de los proyectos. Sin embargo, el legislador sí que incorpora en el artículo 66.1 un deber de diligencia a la hora de admitir proyectos, y añade en el artículo 61.1.a) el deber de publicación en la página web de la plataforma del método de selección utilizado, que en todo caso deberá ser homogéneo y no discriminatorio. Además, el artículo 91 requiere que las PFP remitan a la CNMV, órgano de control, una memoria que incluya, entre otros, un listado de aquellos

⁵⁰ LÓPEZ ORTEGA (2016: 6-8).

proyectos que no hayan sido seleccionados y el motivo; sistema que permite a la CNMV comprobar el cumplimiento de las PFP de sus criterios de admisión.

b) *Desarrollo, establecimiento y explotación de canales de comunicación para facilitar la contratación de la financiación entre inversores y promotores.* El precepto deja a elección de la plataforma los medios para prestar efectivamente este servicio, aunque en el artículo 61.1. se encuentra recogido un listado con informaciones de carácter general que la plataforma debe publicar en su página web. Entre otros, se debe incluir información sobre:

- El funcionamiento básico de la plataforma y método de selección de proyectos.
- El riesgo que conlleva participar como inversor, haciendo especial énfasis en los casos que el Crowdfunding sea de inversión.
- La independencia de la CNMV en la selección y autorización de proyectos, recalando que dicho órgano no participa de forma alguna en el proceso ni otorga garantías sobre los proyectos publicados.
- El procedimiento para la aportación de los fondos a los proyectos, así como del retorno que en su caso recibirán los inversores.
- Las tarifas aplicables, tanto al inversor como a los promotores.
- Los procedimientos para la presentación de quejas y reclamaciones de cualquier usuario.

El **contenido potestativo o voluntario** a prestar por las plataformas se encuentra detallado en el artículo 51.2, aunque no es exhaustivo. Entre ellos, se encuentran:

- Servicios de asesoramiento a los promotores, en áreas como marketing, publicidad, diseño, etc.
- Análisis de los proyectos y determinación del nivel de riesgo, y publicación de toda aquella información que ayude a los inversores a tomar una decisión.
- Posibilidad de ofrecer canales de comunicación entre el promotor y los inversores durante todo el proceso. Dichas comunicaciones deberán ser accesibles por el resto de los inversores (art. 72.1). En caso de no querer ofrecer métodos directos de comunicación, la plataforma también puede transmitir a los inversores toda aquella información que le sea facilitada por el promotor en relación con la evolución del proyecto.

- Prestación de servicios jurídicos, tales como proporcionar modelos de contratos a las partes y poner a su disposición un servicio de reclamación judicial o extrajudicial de derechos de crédito.

Parte de la doctrina ha criticado que se incluyera un ámbito de servicios complementarios en la regulación, puesto que ello dificulta la supervisión llevada a cabo por la CNMV de las actividades de las PFP, y apuntan que se tendría que haber recurrido, para la prestación de estos servicios accesorios, a otras entidades habilitadas⁵¹.

Para delimitar el ámbito de actividad, es necesario mencionar adicionalmente el **contenido prohibido** por la Ley, recogido en el artículo 52. Las PFP no podrán ejercer actividades reservadas a otras empresas de servicios de inversión o entidades de crédito. Con ello, el legislador trata de delimitar posibles solapamientos entre otras entidades intermediarias. Por otra parte, también se establecen en el punto 2 del mismo artículo otras actividades prohibidas, tales como gestionar discrecionalmente las inversiones recibidas, realizar recomendaciones personalizadas a inversores, o diseñar mecanismos de inversión automáticos, incluyendo opciones de filtrado de proyectos sin posterior ratificación del consentimiento por parte del inversor.

Autorización y registro de las PFP

La actividad desarrollada por las PFP está sujeta a un proceso de autorización y registro por parte de la CNMV. En el caso de las plataformas de Crowdfunding de préstamo, será necesario contar, además, con un informe previo y vinculante del Banco de España (art. 53). La concesión de la autorización se condiciona al cumplimiento de una serie de requisitos, que se detallan en los artículos 55 y 56.

El artículo 55 expone una serie de **requisitos generales**, que podemos dividir en los siguientes puntos:

- Forma jurídica de la sociedad. El objeto social debe ser exclusivamente el propio de las PFP, el domicilio social debe fijarse dentro de España y debe estar constituida como una sociedad de capital, con un capital social íntegramente desembolsado.

⁵¹ LÓPEZ ORTEGA (2016: 6-8).

- Administración de la sociedad. Se requiere que tanto los administradores como directores sean personas de *reconocida honorabilidad*. El artículo deja abierta la fijación de criterios para ponderar esta condición, aclarando solamente que debe demostrarse en su vida personal, comercial y profesional, sin presentar duda alguna de su buena gestión. Asimismo, los administradores y directores también deben disponer de conocimientos y experiencia en la materia, y deben poder garantizar una buena organización administrativa y contable, así como la seguridad y fiabilidad de los medios electrónicos empleados.
- Cese de la sociedad. Se deben prestar garantías para que, en caso de cese de la actividad, se puedan seguir desarrollando aquellos proyectos con los que se comprometió la plataforma.

El artículo 56, por su parte, hace referencia a los **requisitos financieros**. En concreto, se exige (a) un capital mínimo de 60.000€, (b) un seguro de responsabilidad civil con una cobertura mínima de entre 300.000€ y 400.000€, o (c) una combinación de capital mínimo y seguro. Se añade también la obligación de disponer de un mínimo de recursos propios, que se fija en función de la financiación total obtenida por la plataforma en los últimos doce meses, y que en todo caso oscilará entre 120.000€ y 2.000.000€.

La LFFE también incluye los supuestos de modificación de la autorización y casos de revocación, suspensión y renuncia⁵².

Por último, la actividad desarrollada por las PFP queda reservada única y exclusivamente a aquellas plataformas que hayan obtenido la **autorización previa** y se hayan inscrito, y la denominación social de éstas deberá incluir la mención de “PFP”, tal y como indica el artículo 48 de la LFFE, además de prohibir a sujetos no autorizados el uso de denominaciones que induzcan a error o confusión.

Normas de conducta

La LFFE también impone unas normas de conducta a las PFP, en los artículos 60 a 65. Se hace referencia a los principios generales que debe seguir toda plataforma (neutralidad, diligencia y transparencia), y se menciona expresamente que los clientes de las PFP son tanto los promotores como los inversores. Por otra parte, como ya hemos visto, en el artículo 61 se establece todo aquel contenido que debe aparecer publicado en la página web de la plataforma

⁵² Arts. 58 y 59 LFFE.

sobre su funcionamiento básico (criterios de selección de proyectos, advertencia del riesgo asociado a las inversiones, tarifas aplicables, procedimiento de inversión...). Las PFP podrán realizar publicidad de la plataforma, así como de proyectos concretos, siempre que la elección de éstos se base en criterios objetivos. Por otro lado, los administradores y directores deberán abstenerse de realizar cualquier actividad que dé lugar a conflictos de interés, y tampoco podrán hacer recomendaciones de inversión personalizadas a los inversores.

Cabe resaltar la posibilidad de las plataformas de poder invertir en los proyectos en los que la PFP es la propia promotora, aunque con limitaciones. Entre ellas, se establece un límite en el objetivo de financiación, así como el deber de comunicar esta circunstancia al resto de inversores.

Adicionalmente, las plataformas tienen el deber de conservar durante cinco años toda la documentación generada, en caso de requerimiento de la CNMV.

V.2. Régimen jurídico de los agentes implicados

Los promotores

Los rasgos fundamentales de la figura del promotor son dos. Por un lado, tal y como establecen los artículos 46.1 y 49.b), el promotor debe solicitar la financiación en nombre propio y, por otro lado, dicha financiación tiene que ser destinada a un proyecto en concreto, que debe cumplir determinados requisitos. LÓPEZ ORTEGA argumenta que esta exigencia debe entenderse de forma que la totalidad de la financiación recibida debe estar exclusivamente destinada al proyecto presentado (y no al proyecto de un tercero) y, además, el proyecto presentado no puede tener como objetivo la financiación de terceros, tal y como lo enmarca el artículo 49.c.1º. De esta forma, el legislador evita que la plataforma intermedie en promotores que no son los desarrolladores finales del proyecto y también impide que los promotores actúen como concesionarios de créditos, actividad que queda reservada a entidades de crédito⁵³.

Los promotores podrán ser **personas físicas o jurídicas**. En ambos casos, se permite que estén domiciliados en cualquier Estado Miembro de la UE, y en caso de las personas

⁵³ LÓPEZ ORTEGA (2016: 9-10).
PALAZÓN MARTÍN (2017: 12-28).

jurídicas, que estén constituidas también conforme a las leyes de otros Estados Miembro. Los promotores (entendiéndose así las personas físicas, o los socios, administradores y/o directivos de las personas jurídicas) no podrán estar inhabilitados conforme a lo dispuesto en la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal; ni estar cumpliendo condena por determinados delitos económicos (art. 67 LFFE).

La LFFE también introduce determinados **límites cuantitativos** a los proyectos⁵⁴. Para cada proyecto, se fijará un objetivo de recaudación y un plazo máximo para alcanzarlo. Si no se logra el objetivo en el plazo fijado, o en su caso, un 90% de este objetivo, se deberá proceder a la devolución de las cantidades recaudadas. El objetivo máximo de recaudación no podrá superar los 2.000.000€ anuales, sumando el acumulado de todas las plataformas en las que se divulgue el proyecto, y pudiendo estos 2.000.000€ generarse a través de sucesivas rondas de financiación en el mismo año. En caso de que la recaudación se dirija exclusivamente a inversores acreditados, el límite será de 5.000.000€. Igualmente, el promotor no podrá publicar de forma simultánea más de un proyecto a la vez en la misma plataforma.

Resulta interesante examinar la **vinculación contractual de las ofertas publicadas** en las PFP. LÓPEZ ORTEGA y PALAZÓN MARTÍN apuntan que dicha oferta consta de todos los elementos esenciales para una contratación futura y que, por tanto, es vinculante. El contrato se perfecciona en el momento en el que los inversores manifiestan su voluntad de inversión y, consecuentemente, hacen entrega de una cuantía dineraria por la que se vinculan. Ambas autoras afirman que el anuncio en la plataforma del proyecto constituye de por sí una promesa pública de recompensa, la cual da lugar a un negocio jurídico oneroso. No obstante lo anterior, los efectos que despliega el contrato quedarán supeditados a una condición suspensiva, reconocida en el artículo 1114 del CC, mediante la cual se tendrá que alcanzar el objetivo de financiación fijado dentro del plazo establecido. Mientras no llega el vencimiento del plazo, la plataforma estará obligada a custodiar los fondos recaudados, debiéndolos entregar al promotor en caso de llegar al objetivo; u obligándose a devolverlos a los inversores, en caso contrario. En caso de no llegar al objetivo mínimo, el contrato no desplegará efectos⁵⁵.

Por otro lado, el proyecto deberá contener una descripción en lenguaje no técnico, que permita a un inversor medio decidir sobre la financiación del proyecto. Asimismo, los

⁵⁴ Arts. 68 y 69 LFFE.

⁵⁵ LÓPEZ ORTEGA (2016: 13-17).

promotores deberán publicar información relativa a la estructura de la sociedad y el capital social, identidad de los administradores, situación financiera y, en algunos casos, adjuntar sus estatutos sociales. Las PFP serán las responsables de verificar que los proyectos cumplen los requisitos aquí establecidos, no obstante, serán los promotores los responsables frente a los inversores de la veracidad de la información facilitada para su publicación⁵⁶.

Finalmente, la LFFE no solo exige unas obligaciones generales, sino que además introduce **requisitos específicos** según se concedan (a) préstamos o (b) acciones, participaciones u otros valores representativos de capital. En cuanto a los préstamos, no podrán incorporar una garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual del promotor, y se deberá proporcionar información sobre las características esenciales del préstamo. Con respecto a los proyectos basados en valores, resulta interesante mencionar el artículo 80, mediante el cual se requiere que los estatutos sociales de los promotores regulen los siguientes derechos de los socios: (i) derecho de asistencia a la junta por medios telemáticos, (ii) derecho de representación en la junta por cualquier persona y (iii) cualquier pacto parasocial que regule los derechos de voto o de transmisión de los valores deberá ser comunicado inmediatamente a los socios⁵⁷.

Los inversores

La LFFE distingue dos categorías de inversores: **no acreditados** y **acreditados**. Sin perjuicio de los umbrales económicos que marca la LFFE⁵⁸, y con el ánimo de sintetizar, el primer grupo se refiere a pequeños inversores no profesionales, de carácter minorista. Los inversores acreditados, por contra, son normalmente inversores profesionales, con un perfil de *business angel*⁵⁹. LÓPEZ ORTEGA apunta que tanto en España como en el resto de países, los inversores que suelen invertir a través de Crowdfunding de préstamo e inversión son inversores acreditados, mientras que los no acreditados suelen estar enfocados a donativos de proyectos sociales o de carácter cultural.

Dado el riesgo intrínseco de las inversiones, el legislador ha introducido unos límites máximos de aportaciones individuales, así como obligaciones de información para garantizar que los fondos se aportan con conocimiento de causa y con un juicio de valor. En relación con los **límites cuantitativos**, la LFFE impide que los inversores no acreditados puedan invertir

⁵⁶ Arts. 66 y 70 a 73 y 78 LFFE.

⁵⁷ Estos derechos serán examinados con mayor detenimiento en el apartado VI.2.

⁵⁸ Art. 81 LFFE.

⁵⁹ LÓPEZ ORTEGA (2016: 10-11).

importes superiores a 3.000€ en el mismo proyecto en la misma plataforma, y les prohíbe superar un límite anual de 10.000€ por plataforma. En cambio, no fija ningún límite para los inversores acreditados, más allá de los 5.000.000€ acumulados de recaudación total que se fija en el artículo 68. En lo relativo a las **obligaciones de información**, se añade a las que ya se han visto, el deber de las PFP de advertir de forma expresa a los inversores no acreditados sobre el riesgo de la inversión, además de comunicarles explícitamente que los proyectos publicados no son objeto de autorización ni supervisión por parte de la CNMV ni el Banco de España⁶⁰.

El término de “*inversor*” ha sido objeto de crítica por parte de la doctrina, al considerarse que el término de “*financiadores*” hubiera sido más oportuno. LÓPEZ ORTEGA apunta que probablemente, se les denomina inversores por ser la CNMV el órgano que se encarga de su supervisión, y siendo su función principal la protección de los inversores⁶¹.

Por último, la LFFE hace mención al derecho aplicable a las relaciones entre los inversores y los promotores, que estarán regidas, además de por la LFFE, por⁶²:

- El derecho de protección de los consumidores y usuarios,
- Artículos 29 y 30 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero (relativas a servicios de atención al cliente y de reclamaciones frente a la CNMV y Banco de 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, con algunas excepciones,
- Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo.

V.3. Supervisión, inspección y sanción

La autoridad administrativa competente es la CNMV, además de contar con la cooperación del Banco de España para aquello relativo al Crowdfunding de préstamo. En el capítulo de la LFFE dedicado a las facultades de estas autoridades, se establecen básicamente dos métodos:

⁶⁰ Arts. 82 y 83 LFFE.

⁶¹ LÓPEZ ORTEGA (2016: 10-11).

⁶² Arts. 85 y 86 LFFE.

- Deber de comunicación a la CNMV. Las PFP deben remitir a la CNMV información relativa a cambios de estructura accionarial, así como, anualmente, las cuentas anuales auditadas y una memoria descriptiva de los proyectos publicados, cualquier acción judicial o queja presentada por los clientes, y un listado de todos aquellos proyectos no hayan sido seleccionados para su publicación.
- Infracciones y sanciones. Las infracciones hacen referencia, principalmente, al incumplimiento de la reserva de actividad, las normas de conducta, y obligaciones de información y protección del inversor. Las sanciones van desde infracciones leves, que son castigadas con multas dinerarias, hasta infracciones muy graves, que pueden llegar a ser sancionadas con revocaciones de la autorización y prohibición de solicitar otra autorización por un periodo de tiempo de hasta cinco años.

V.4. Naturaleza jurídica de las Plataformas de Financiación Participativa

Una vez examinada la regulación de la LFFE entre los tres sujetos protagonistas, nos surge la duda acerca de la naturaleza jurídica que tienen las PFP en relación con el promotor y los inversores y, particularmente, si se encuadra dentro de la figura de mediador o de comisionista.

Tanto LÓPEZ ORTEGA como BUENO PARAMIO argumentan que, del tenor del artículo 46.1 de la LFFE, mediante el cual el objetivo de las PFP es poner en contacto a promotores de proyectos con inversores, y más en concreto, del artículo 51.1, que determina los servicios mínimos de las plataformas (publicar proyectos y proporcionar canales de comunicación para facilitar la contratación), se puede deducir que la relación jurídica de **mediador** es más acertada que la de comisionista⁶³.

En consecuencia, parece que las PFP simplemente facilitan el entorno de contratación, sin llegar a representar a los promotores, argumento que queda reforzado con la exigencia de la LFFE que los promotores soliciten la financiación en nombre propio (art. 49.1.b). Las PFP quedan también al margen del contrato que, en su caso, se llegue a materializar entre el promotor y los inversores.

⁶³ LÓPEZ ORTEGA (2016: 13-17).
BUENO PARAMIO (2018: 26-27).

Si, por otro lado, se examina el contenido dispositivo del artículo 51.2, por el que las plataformas pueden complementar sus servicios básicos, tampoco parece que se altere la naturaleza jurídica mediadora, pues en ningún caso la plataforma puede acabar contratando en nombre y por cuenta del promotor, no pudiendo más que proporcionar modelos de contratación o, siempre que lo acuerden los inversores, representar al grupo inversor solamente en la formalización del contrato.

Por último, el artículo 52 parece que consolida esta opinión, al prohibir a las PFP asegurar la captación de fondos a través de la plataforma.

De lo anteriormente expuesto, no parece que las PFP puedan ser mandatarios o comisionistas de los promotores, sino que más bien se encauzan dentro de la figura de mediador.

VI. MECANISMOS JURÍDICOS DEL CROWDFUNDING DE INVERSIÓN PARA CANALIZAR LAS APORTACIONES EN UNA SOCIEDAD LIMITADA

La naturaleza jurídica del **Crowdfunding de inversión** plantea ciertas dudas si lo comparamos con el Crowdfunding de préstamo, recompensa o donación. Evocar estos tres modelos en figuras o institutos jurídicos ya existentes, como el contrato de donación, de compraventa, o de préstamo, aunque con especificaciones, resulta una tarea mucho menos controvertida.

En cambio, de la LFFE no se deduce con claridad cual es el cauce adecuado para concluir el Crowdfunding de inversión. En este apartado nos vamos a centrar pues, en analizar cual es el procedimiento y los medios más comunes para llevar a cabo la inversión. Por razón de espacio, dedicaremos el análisis específicamente a los promotores que se constituyen como sociedades de responsabilidad limitada.

VI.1. El aumento de capital social y derecho de suscripción preferente

En el artículo 50.1.b)⁶⁴ y otros preceptos de la LFFE, se menciona que, mediante el Crowdfunding de inversión, los inversores aportarán contribuciones dinerarias a la sociedad a cambio de participaciones sociales⁶⁵. El procedimiento de **ampliación de capital social** con cargo a nuevas aportaciones dinerarias se regula en los artículos 295 y siguientes (en adelante, “**ss.**”) del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, “**LSC**”). En este sentido, el aumento de capital social deberá acordarse por la junta general de socios, además de modificarse el correspondiente artículo de capital social de los estatutos sociales de la sociedad⁶⁶.

Los autores MORENO SERRANO y SALVADOR SÁEZ destacan una cuestión de especial interés, relativa al **derecho de adquisición preferente** del artículo 304 de la LSC. Este derecho pertenece a los socios actuales de la sociedad, los cuales, cuando se les comunica la voluntad de ampliación del capital de la sociedad, tienen derecho a asumir un número de

⁶⁴ Art. 50.1.b) LFFE. *La emisión o suscripción de participaciones de sociedades de responsabilidad limitada, en cuyo caso se entenderá por promotor a la sociedad de responsabilidad limitada que vaya a emitir las participaciones.*

⁶⁵ En nuestro caso son participaciones sociales por tratarse de sociedades limitadas.

⁶⁶ Art. 296.1 del 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 núm. 161, de 03/07/2010).

participaciones sociales proporcionales al porcentaje que poseen en el capital social previo a la ampliación. La razón de ser de este derecho es la voluntad del legislador de dar prioridad a los socios actuales de una sociedad para aportar contribuciones dinerarias, y así evitar que entren nuevos socios en la estructura accionarial. En el marco de una operación de Crowdfunding de inversión, sin embargo, este derecho de preferencia carece de sentido, pues se desvirtúa por completo el propósito y deber del promotor de garantizar a los nuevos inversores la emisión de participaciones sociales a su nombre. El promotor debe asegurar que los socios actuales no ejercerán su derecho de adquisición preferente en detrimento de la entrada de los nuevos inversores, ya que en caso contrario se tendrían que reembolsar las aportaciones realizadas a través de la PFP. En virtud del artículo 308 de la LSC, se puede excluir el derecho de preferencia. Para ello, será necesario que, en el mismo acuerdo de ampliación de capital, se acuerde la supresión del derecho, del mismo modo que los administradores deberán elaborar un informe justificando el especial interés de la supresión del derecho y describir las especificaciones del aumento de capital, entre otros requisitos formales⁶⁷.

Por último, se deberá aprobar el acuerdo de ampliación de capital por junta general con el voto favorable de más de la mitad de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social⁶⁸, y dicho acuerdo deberá elevarse en escritura pública y ser inscrito en el Registro Mercantil⁶⁹.

VI.2. Los estatutos y los pactos parasociales en el contexto del Crowdfunding de inversión

Al emitir nuevas participaciones sociales para los inversores, éstos devendrán socios de la compañía. Las relaciones entre los socios, y entre dichos socios y la compañía, están reguladas por dos instrumentos: uno de naturaleza externa, por elevarse en escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil (los estatutos sociales) y uno de naturaleza interna (el pacto parasocial⁷⁰)⁷¹.

⁶⁷ MORENO SERRANO (2017: 217-222).
SALVADOR SÁEZ (2016: 548-554).

⁶⁸ Art. 199.a), por remisión del art. 288.1 LSC.

⁶⁹ Art. 290.1 y 315 LSC.

⁷⁰ Algunos sinónimos referidos por la doctrina son Contrato entre socios, Pacto de socios, Acuerdos entre socios o en inglés, *Shareholders' Agreement*.

⁷¹ MORENO SERRANO (2017: 250-251).

En relación con los **estatutos**, la LFFE introduce en el artículo 80 tres puntos que deberán incluirse de forma obligatoria en los estatutos sociales del promotor. Estos son:

- El derecho de asistencia a la junta por medios telemáticos,
- El derecho de representación en la junta por cualquier persona, y
- El deber de comunicación de cualquier pacto parasocial en el que se regule el derecho a voto en las juntas generales o en la transmisibilidad de las participaciones a la propia compañía y al resto de socios.

Cualquier cláusula estatutaria que vulnere lo anterior, será considerada como nula.

Los dos primeros puntos tienen una razón de ser evidente, pues tratándose de Crowdfunding, pueden llegar a entrar en el accionariado multitud de nuevos socios y el legislador quiere asegurar sus derechos como tales.

El punto tercero es el que ha planteado más dudas a la doctrina. El problema que surge es cómo vincular aquellos derechos que se encuentren regulados en un pacto parasocial, y no en los estatutos, a los nuevos inversores. Se podría dar el caso en que un inversor aportara capital y deviniera socio, y por tanto quedara vinculado por los estatutos, pero no quisiera estar vinculado por el pacto parasocial donde se le regulan derechos y obligaciones. Los autores MORENO SERRANO y SALVADOR SÁEZ recomiendan incluir, en los mismos estatutos, una cláusula que obligue al nuevo socio a la adhesión al pacto de socios existente en la compañía, o al nuevo contrato que se formule⁷².

En cuanto a los pactos parasociales, éstos permiten regular aspectos que (i) no son inscribibles en el Registro Mercantil, (ii) no vinculan a todos los socios, o (iii) no se desean inscribir en el Registro por motivos de confidencialidad. Los pactos parasociales son contratos atípicos, los cuales se configuran al amparo de la autonomía de la voluntad del artículo 1255 del CC, y en los que el clausulado de los mismos puede tomar formas muy distintas en función de cada sociedad. A continuación, se examinará una cláusula que suele ser común a los pactos de socios con inversores que canalizan sus aportaciones a través del Crowdfunding:

⁷² MORENO SERRANO (2017: 254-259).
SALVADOR SÁEZ (2016: 548-554).

Sindicación del voto

Según VICENT CHULIÁ, a quien cita el autor MORENO SERRANO, la sindicación del voto consiste en “*un contrato en virtud del cual los socios o miembros de una agrupación voluntaria de personas se obligan, entre sí o frente a terceros, a votar en los órganos de ésta, por sí o a través de un representante, en el sentido decidido (generalmente) por la mayoría de quienes forman el sindicato, garantizando así que este exprese siempre un voto unitario, con el fin de mantener cohesionada en el seno de aquellos órganos bien una mayoría o bien una minoría de capital o de personas*”⁷³.

La sindicación del voto es particularmente útil en los casos de Crowdfunding, pues normalmente hay una multitud de nuevos socios que formarán parte del capital social de la sociedad y, como tales, se verán implicados en los asuntos de la junta. Como se ha mencionado a lo largo del trabajo, muchos de estos inversores no son profesionales y, por tanto, su propósito no es actuar como socio activo en la sociedad limitada, sino formar parte del capital hasta que se distribuyan dividendos o se generen plusvalías. Así las cosas, es frecuente que los inversores provenientes de la misma plataforma de Crowdfunding deleguen permanentemente su representación y voto a uno de ellos, que podría ser por ejemplo el aportante que haya invertido mayor cantidad o aquél inversor que se considere profesional⁷⁴.

Cabe mencionar que, al ser este un pacto extraestatutario, su eficacia será meramente interna, sin que pueda oponerse frente a terceros o frente a la propia sociedad.

Por último, SALVADOR SÁEZ sugiere otras consideraciones para incluir en el pacto de socios, como la inclusión del derecho de los aportantes a nombrar a un consejero en el Consejo de Administración, o la obligación de la sociedad de remitir periódicamente un informe de seguimiento y evolución del proyecto a los socios para mantenerles informados sobre los avances⁷⁵.

⁷³ MORENO SERRANO (2017: 263-264).

⁷⁴ MORENO SERRANO (2017: 263-265).

⁷⁵ SALVADOR SÁEZ (2016: 548-554).

VI.3. La comunidad de bienes como instrumento jurídico en el Crowdfunding de inversión

El autor SALVADOR SÁEZ lleva a cabo un análisis de las formas más corrientes de agrupar el capital recaudado para canalizarlo como inversión en el proyecto. Entre ellas, destaca la figura de la comunidad de bienes, que utilizan plataformas como The Crowd Angel⁷⁶, de reconocido prestigio a nivel español⁷⁷. Esta figura despunta entre otras por su sencillez y practicidad, pues permite agrupar todos los inversores participantes en una sola entidad frente al promotor.

Las comunidades de bienes son entidades sin personalidad jurídica que están reguladas en los artículos 392 y ss. del CC. Sus principales **características** son:

- Se rigen por un contrato privado: no se requiere más que un pacto privado entre las partes para su constitución, y el CC tiene carácter supletorio frente a la prevalencia de la autonomía privada de las partes en sus pactos.
- Aplica el principio de proporcionalidad: los copropietarios tienen cuotas en función del capital o bienes aportados, y las mayorías se calculan con el acumulado de dichas cuotas. De esta forma, los inversores que han participado en el Crowdfunding tendrán una cuota proporcional a su capital aportado con respecto al total recaudado.
- Inexistencia de capital social mínimo y requisito de un mínimo de dos socios: no se requiere un capital mínimo para crear una comunidad de bienes y solamente se requieren dos socios para su creación⁷⁸.

Mediante la comunidad de bienes como vehículo de inversión, se canalizan todas las inversiones recibidas a través de una única aportación al proyecto, quedando éstas unificadas bajo la comunidad de bienes.

De esta forma, los inversores, al concluir el periodo de recaudación, tendrán que suscribir un **contrato de cotitularidad**. Inicialmente, el bien de copropiedad objeto de este contrato será el dinero desembolsado, que se aportará a la sociedad promotora a cambio de participaciones sociales. El bien de cotitularidad pasará a ser entonces las participaciones sociales, y la titularidad individual se calculará con las mismas proporciones que la cuota de participación dineraria aportada a la comunidad. Este contrato de cotitularidad regirá como norma para

⁷⁶ Para más información: <https://www.thecrowdangel.com/>

⁷⁷ SALVADOR SÁEZ (2016: 529).

⁷⁸ SALVADOR SÁEZ (2016: 529-541).

regular las relaciones entre los comuneros, así como de la comunidad de bienes con la sociedad promotora, y se incluirá la regulación de materias como sistemas para la toma de decisiones, reglas de venta de la cuota de participación, órgano de gobierno, procedimiento para la división de la comunidad, etc.⁷⁹

Adicionalmente a este contrato de cotitularidad o pacto entre comuneros, la comunidad de bienes como entidad suscribirá el **contrato de socios** o pacto de socios de la sociedad promotora.

El **objetivo** principal de la comunidad de bienes es garantizar una mayor protección y seguridad jurídica a los inversores, permitiendo establecer unas normas sencillas de relación entre todos ellos y con el promotor. Mediante esta figura, se asegura un trato igualitario frente al promotor, y con frecuencia favorece que el promotor reconozca derechos a la comunidad como bloque inversor, como por ejemplo⁸⁰:

- Derecho de poder nombrar a un representante de los comuneros para representarlos en el Consejo de Administración.
- Establecimiento de materias reservadas en las que será necesario el voto a favor de la comunidad de bienes para proceder, aunque no es aconsejable por la dificultad y tiempo invertido que puede suponer el debate previo en la comunidad de bienes para la decisión del voto.
- Derechos de liquidación preferente, en caso de insolvencia.

Además, garantiza mucha más agilidad en la estructura accionarial del promotor, por ejemplo, en el momento de recabar firmas para el acta de la junta general de socios.

Uno de los problemas que se ha identificado en las comunidades de bienes es en relación al artículo 400 del CC, el cual establece que los comuneros pueden instar en cualquier momento a que se divida la cosa común y abandonar la comunidad de bienes. En el mismo artículo se reconoce la posibilidad de hacer un pacto en contrario, por el que se imposibilite la división por un máximo de diez años prorrogables. Este artículo ha motivado que diversas plataformas que usan el vehículo de la comunidad de bienes añadan una cláusula con una permanencia

⁷⁹ SALVADOR SÁEZ (2016: 529-541).

⁸⁰ Artículo de The Crowd Angel (2017), *Invertir con una empresa o a título individual: ventajas e inconvenientes*.

mínima. De esta forma, tanto la plataforma como los inversores y los promotores se aseguran evitar una desinversión repentina y especulaciones a corto plazo⁸¹.

No se pueden examinar con más detalle las obligaciones específicas de los comuneros, pues como se ha mencionado, éstas pertenecen a la esfera de autonomía privada que les reconoce el CC y pueden tomar formas muy diversas.

⁸¹ SALVADOR SÁEZ (2016: 529-541).

VII. DERECHO COMPARADO

Una vez estudiado el marco normativo del Crowdfunding a nivel nacional, a continuación se examinará la normativa aplicable en los Estados Miembros de Reino Unido e Italia, y aunque no exista regulación a nivel comunitario, se hará una somera referencia a los actos que ha llevado a cabo la Comisión Europea (en adelante, “CE”) hasta el momento.

Se ha escogido Reino Unido por ser el Estado Miembro líder en la regulación de Crowdfunding, según el estudio realizado por la CE “*Crowdfunding: Mapping EU markets and events study*”, de 30 de septiembre de 2015⁸².

Por otra parte, se ha escogido Italia por ser uno de los primeros Estados Miembro de la UE que introdujo regulación sobre la materia a nivel nacional⁸³.

El país pionero en regular la figura del Crowdfunding fue Estados Unidos, cuando en abril de 2012 aprobó el *Jumpstart Our Business Startup Act* (en adelante, “**JOBS Act**”) ⁸⁴. La finalidad de esta ley era estimular la financiación de la pequeña empresa a través de la flexibilización de la regulación del mercado de valores. La promulgación del JOBS Act generó grandes expectativas internacionales, al permitir por primera vez a las compañías estadounidenses el uso del Crowdfunding para emitir valores como contraprestación, algo que no estaba previsto hasta entonces⁸⁵.

Después de los inicios de la regulación del Crowdfunding en Estados Unidos, se hizo patente la necesidad de regulación en otros países en que el Crowdfunding comenzaba a tener un volumen relevante. A día de hoy, ya son muchos los países de la UE que han introducido regulación a nivel nacional sobre el Crowdfunding, sobretodo con el objetivo de prevención de riesgos y fraude, y es importante recordar que los requisitos de las plataformas, los límites individuales de inversión e incluso, los tipos de inversores reconocidos, muestran grandes variaciones entre países.

⁸² Comunicación de la Comisión Europea. *Crowdfunding: Mapping EU markets and events study* (2015: 12-13).

⁸³ MORENO SERRANO (2017: 111-112).

⁸⁴ MORENO SERRANO (2017: 29-30).
LORRIO GIL (2014: 1-2).

⁸⁵ MORENO SERRANO (2017: 29-30).

VII.1. El marco de la Unión Europea

En cuanto a la Unión Europea, y como se ha mencionado a lo largo del trabajo, no existe una regulación específica a nivel comunitario. Esto no significa, sin embargo, que la CE no se haya pronunciado en diversas ocasiones al respecto.

En octubre de 2013, la CE publicó un documento de consulta titulado “*Crowdfunding in the EU - Exploring the added value of potential EU action*”⁸⁶, en el que se planteaba la utilidad de introducir medidas vinculantes y/o no vinculantes sobre el Crowdfunding con el propósito de fomentarlo a nivel europeo y armonizar su marco de aplicación. Mediante esta consulta, con un periodo abierto desde el 3 de octubre de 2013 al 31 de diciembre del mismo año, se invitaba a todos los interesados a completar un cuestionario *online* sobre la necesidad de regulación a nivel comunitario.

En marzo de 2014, la CE publicó una comunicación dirigida al Parlamento Europeo, el Consejo y otras instituciones europeas⁸⁷, en la que se analizaban los resultados de la consulta realizada el año anterior y se definían las primeras medidas encaminadas a potenciar el Crowdfunding tanto a nivel nacional como comunitario. Ya en la introducción del escrito, la CE reconocía que el Crowdfunding representaba una importante fuente de financiación, con un indiscutible potencial para financiar todo tipo de proyectos y con grandes ventajas para la innovación, la investigación y el desarrollo, que complementa y desafía las fuentes tradicionales de financiación. Algunos de los problemas que se identificaron tras la consulta, y que se publicaron en esta comunicación, fueron:

- ◇ Inseguridad jurídica y falta de información sobre la normativa aplicable.
- ◇ Diversidad de límites individuales de inversión aplicados en distintos países de la Unión Europea.
- ◇ Falta de sensibilización y conocimiento sobre el funcionamiento del Crowdfunding y el funcionamiento de las plataformas.
- ◇ Escasa protección de los derechos de propiedad intelectual a la hora de divulgar las ideas del proyecto en las plataformas.

⁸⁶ Consulta de la Comisión Europea. *Crowdfunding in the EU - Exploring the added value of potential EU action* (2013: 1-12).

⁸⁷ Comunicación de la Comisión Europea. *Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea* (2014: 1-14).

◇ Baja prevención del fraude.

La Comisión se marcó como objetivos, tras el análisis de los resultados de la encuesta, los siguientes puntos:

- Designación de un grupo de expertos que asesoren a la CE en el ámbito del Crowdfunding, para el estudio de la posibilidad de desarrollar un distintivo de calidad para las plataformas que cumplan con los estándares de transparencia y ayuden a crear confianza en los consumidores.
- Mejora de la sensibilización sobre el Crowdfunding a través de formación y talleres, sobretodo en el área normativa.
- Seguimiento y evaluación continuada sobre la evolución del Crowdfunding y sobre la necesidad de regularlo a nivel europeo.

En línea con el último de los objetivos, la CE ha publicado diversas comunicaciones al respecto. Uno de los documentos de trabajo más recientes, de fecha 3 de mayo de 2016 titulado “*Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*”⁸⁸, analizaba la evolución y *status* actual de este método de financiación. En dicho informe, la CE identificaba que el Crowdfunding aun simboliza un porcentaje poco representativo a nivel europeo, pero reconocía que está creciendo rápidamente y que dispone de potencial para convertirse en uno de los métodos de financiación principales a largo plazo a nivel europeo, y llegar a transformar el sistema tradicional de acceso a inversión. Por este motivo, se quiere promocionar su crecimiento, así como asegurar la protección de los participantes y/o inversores. En este sentido, la Comisión realizó un estudio de las diferentes medidas regulatorias que fueron introduciendo los Estados Miembros a nivel nacional, y con ello se hizo patente que, por el momento, el Crowdfunding es mayoritariamente un fenómeno que se da a nivel local y nacional, por lo que concluyó que no había aún la necesidad de regular un marco legal específico a nivel europeo.

No obstante, en dicho informe se determinó la importancia de monitorizar el crecimiento de esta figura y controlar el desarrollo del sector, sobretodo a nivel transfronterizo, para poder identificar y resolver a tiempo los problemas jurídicos que se puedan plantear, con tal de asegurar su implantación y desarrollo a nivel comunitario.

⁸⁸ Documento de trabajo de la Comisión Europea. *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union* (2016: 1-51).

No parece pues, que esté entre los objetivos a medio plazo de la UE la creación de un marco normativo a nivel comunitario, sino que más bien éstos se focalizarán en la promoción del método de financiación, creando un clima de confianza; así como en la preparación de acciones futuras para monitorizar su crecimiento y eventual necesidad de regulación a nivel europeo.

Por su parte, algunos países Estados Miembros sí que han creado un marco regulatorio en su territorio, que se analizan brevemente a continuación.

VII.2. La regulación del Crowdfunding en el Reino Unido

Como se ha comentado, el estudio realizado por la CE en 2015 titulado “*Crowdfunding: Mapping EU markets and events study*”⁸⁹, identificaba como pionero y líder en regulación sobre materia de Crowdfunding al Reino Unido.

La autoridad que dispone de competencia para la redacción de la normativa y supervisión del Crowdfunding en el Reino Unido es la Financial Conduct Authority (en adelante, “FCA”). Inicialmente, la FCA sólo tenía potestad para regular sobre el *investment-based Crowdfunding*, y fue en abril de 2014 que se traspasó la competencia para regular sobre el *loan-based Crowdfunding* de la Office of Fair Trading a la FCA⁹⁰.

Para anticiparse a este cambio, la FCA publicó en 2013 una consulta que animaba a todos los interesados (organizaciones sobre Crowdfunding, plataformas, inversores...) a manifestar sus opiniones sobre cómo debía versar la regulación del Crowdfunding⁹¹. Fruto de ello, se emitió en 2014 el documento Policy Statement 14/4 sobre “*The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media*”⁹², que actúa desde entonces como nuevo marco regulatorio del Crowdfunding, y que daba respuesta a las sugerencias recibidas. El Policy Statement 14/4 reconoce diversos modelos de Crowdfunding en el Reino Unido, aunque sólo regula el Crowdfunding

⁸⁹ Comunicación de la Comisión Europea. *Crowdfunding: Mapping EU markets and events study* (2015: 12-13).

⁹⁰ MORENO SERRANO (2017: 97-109).

⁹¹ Financial Conduct Authority. *Consultation Paper CP13/13. The FCA’s regulatory approach to crowdfunding (and similar activities)* (2013: 4-11).

⁹² Financial Conduct Authority. *Policy Statement PS14/4. The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules* (2014: 7-45).

financiero. La nueva regulación a la que daba salida el Policy Statement introducía un marco normativo nuevo para el *loan-based Crowdfunding*, y aprovechaba para actualizar el régimen del *investment-based Crowdfunding*. Posteriormente, se realizaron más consultas de este tipo en 2015 y 2016, que se han traducido en la modificación de algunas partes del marco normativo del Crowdfunding financiero⁹³.

Las características más relevantes de la regulación inglesa se dividen según el tipo de Crowdfunding:

- Crowdfunding de préstamo.

- ◇ En general, es considerada una regulación poco intervencionista, por cuanto el Reino Unido pretende posicionarse como uno de los ejes internacionales del Crowdfunding. La regulación se endurece cuando los préstamos son realizados entre dos personas físicas o en un *partnership* de dos o tres socios, y la cantidad objeto de préstamo es superior a 25.000 libras.
- ◇ Se fija como requisito un capital mínimo para las plataformas, que varía en función de los préstamos de los cuales la plataforma sea intermediaria.
- ◇ Se obliga a las plataformas a asegurar la continuidad en la gestión de los préstamos vigentes en el caso que la plataforma cierre.

- Crowdfunding de inversión.

- ◇ La FCA impone una regulación más estricta para este tipo de Crowdfunding, por cuanto considera que conlleva mayor riesgo que la estructura con préstamo⁹⁴.
- ◇ Se establecen requisitos para poder actuar como inversor, restringiendo así el acceso de los participantes a un grupo limitado. Solo podrán invertir:
 - Inversores expertos o acreditados: inversores que estén vinculados al capital riesgo (por ejemplo, actuar como *venture capital*) o a las finanzas corporativas, o inversores certificados como sofisticados o con alta riqueza o patrimonio neto, según los umbrales de la regulación inglesa.
 - Inversores no expertos asesorados por un profesional.

⁹³ BUENO PARAMIO (2018: 39-42).

⁹⁴ CUESTA-FERNÁNDEZ DE LIS-ROIBAS-RUBIO-RUESTA-TUESTA-URBIOLA (2014: 18-19).

- Inversores no expertos que acrediten que no hayan invertido más de un 10% de su capital en este tipo de inversión.

Para ello, se exige la realización de un *test* con la finalidad de clasificar al tipo de inversor.

En ambos tipos de Crowdfunding, se establece un deber de información muy riguroso de la plataforma. Ésta debe informar a los usuarios sobre los riesgos y garantías de las inversiones, sobre el procedimiento de las devoluciones en los casos que aplique, sobre el tratamiento fiscal aplicable, y sobre la posibilidad de poder retirar las cantidades invertidas antes de la fecha de vencimiento de la oferta. Las plataformas también se comprometen a enviar datos de forma periódica a la FCA⁹⁵. La normativa citada no hace referencia alguna al resto de tipos de Crowdfunding y su regulación.

VII.3. La regulación del Crowdfunding en Italia

Italia fue el primer país europeo que reguló el Crowdfunding, de forma casi simultánea a la aprobación de la regulación estadounidense, sin embargo, en el ordenamiento jurídico italiano, al contrario que en el de Reino Unido y España, no hay unanimidad de opinión en las fuentes oficiales sobre la clasificación de tipos de Crowdfunding, y su categorización sigue evolucionando a día de hoy⁹⁶.

El único tipo de Crowdfunding que el legislador ha regulado de forma específica es el Crowdfunding de inversión, excluyendo de su aplicación cualquier otra categoría. Esto no significa que el resto de los tipos no puedan desarrollarse en Italia, sino que la regulación de éstos se encuadra en institutos ya existentes de Derecho común⁹⁷.

La regulación sobre el Crowdfunding de inversión entró en vigor en el año 2012, mediante el *Decreto Legge 221/2012, n. 179 del 18 ottobre 2012*. Posteriormente se realizaron actualizaciones de la norma, siendo en 2015 la reforma más significativa, por la que se ampliaban los sujetos legitimados para participar en la transacción. Si bien es cierto que este

⁹⁵Financial Conduct Authority. *Policy Statement PS14/4. The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules* (2014: 7-45).

⁹⁶MORENO SERRANO (2017: 111-132).

⁹⁷MORENO SERRANO (2017: 111-132).

tipo de Crowdfunding también podría haberse encuadrado en un instituto ya existente, que es el mercado bursátil italiano, el legislador optó por dotarlo de una regulación expresa, por cuanto se quiso evitar que las PYMES tuvieran que hacer frente a un régimen tan riguroso y denso como el bursátil.

La regulación italiana actual se encuentra, en primer lugar, en el *Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria*⁹⁸ y, en segundo lugar, en un reglamento desarrollado por la *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*⁹⁹ (en adelante, “CONSOB”).

Las características principales de la regulación del Crowdfunding de inversión en Italia son¹⁰⁰:

- Estructura de toda la regulación alrededor del *portali internet* (la plataforma) como medio principal del Crowdfunding. En particular, se limita el tipo de sociedad que puede gestionar la plataforma, y se establece como condición que tanto dicha sociedad como sus órganos de control cumplan con el requisito de *onorabilità*¹⁰¹ (ausencia de incompatibilidades o incapacidades) y de *professionalità*¹⁰² (en referencia a la experiencia previa de los gestores de las plataformas, los cuales tienen que haber realizado, durante al menos dos años, actividades del sector financiero). La CONSOB es el órgano que verifica el cumplimiento de los requisitos señalados.
- Establecimiento de reglas de conducta e información. Se obliga a las plataformas, al igual que en el Reino Unido, a proporcionar información sobre los riesgos con el mayor grado de transparencia y diligencia posibles. Se exige el deber de información con respecto a una gran variedad de elementos: el funcionamiento de la plataforma, sobre cada oferta de inversión en concreto, gestión de reclamaciones, costes de las operaciones, etc. Además, y al igual que en el Reino Unido, debe enviarse a la CONSOB un registro de la información, al menos una vez al año.
- Un sistema especial de gestión de órdenes. Los gestores de las plataformas deben analizar la información de cada inversor y determinar si es un inversor profesional o no profesional. En el caso que se detecte que una inversión ha sido realizada por un inversor no profesional, la plataforma debe enviar información más extensa sobre los riesgos al inversor, y también se le reconoce un derecho de desistimiento de siete días desde que realizó la inversión.

⁹⁸ Arts. 50 quinquies y 100 ter del *Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. del Testo Unico della Finanza.*

⁹⁹ *Regolamento CONSOB sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013.*

¹⁰⁰ MORENO SERRANO (2017: 111-132).

¹⁰¹ Art 8. Reglamento CONSOB.

¹⁰² Art 9. Reglamento CONSOB.

- Sujetos legitimados para solicitar la financiación. El legislador ha limitado el acceso al Crowdfunding sólo a entidades que tengan su domicilio en Italia y que además sean consideradas (i) *start-ups* innovadoras, (ii) PYMES innovadoras y (iii) instituciones de inversión colectiva que inviertan en los puntos (i) o (ii). En Italia, vemos que el Crowdfunding queda restringido a aquellas entidades que se considere que aportan innovación a la economía nacional, criterio que implica un fuerte componente tecnológico y de inversión en I+D+i.
- Límites de inversión por parte de los inversores. No se establecen límites de inversión, pero para que se pueda realizar la operación, un mínimo del 5% de los inversores tendrán que ser profesionales.

Por lo que respecta al Crowdfunding de donación, éste se asimila a un contrato de donación común, regulado en el Título V del Código Civil italiano¹⁰³.

En relación con el Crowdfunding de recompensa, la estructura es similar a lo que la mayoría de la doctrina española establece. Deberá atenderse al valor de la recompensa que se entrega como contraprestación: en los casos en que el valor de la recompensa sea irrisorio, se asimilará a una donación, mientras que en los casos que aquello que es entregado se plantea como una relación sinalagmática, se asimilará a un contrato de compraventa (y pudiendo éste, a su vez, configurarse como una venta de bienes futuros, en caso de que la entrega sea *a posteriori*).

En el Crowdfunding de préstamo, se sustancia como un contrato de préstamo, en el que en algunos casos se requiere la intermediación bancaria en relación con los intereses¹⁰⁴.

¹⁰³ MORENO SERRANO (2017: 111-132).

¹⁰⁴ MORENO SERRANO (2017: 111-132).

VIII. ASPECTOS DE MEJORA REGULATORIA

El futuro de la financiación colectiva es muy prometedor, pero como sucede frecuentemente en derecho, las actualizaciones normativas para la adaptación de los cambios sociales se dilatan en el tiempo. Dada la actualidad del tema de este trabajo, y el corto periodo de tiempo que lleva en vigor la LFFE, en este apartado se proponen algunos aspectos de mejora regulatoria de cara al futuro, que se han identificado a lo largo del estudio, para potenciar esta nueva herramienta de financiación y asegurar un marco de protección y confianza a todos los agentes implicados.

En primer lugar, se propone una **revisión de la prohibición de publicación simultánea en la misma PFP de más de un proyecto por promotor** establecida en la LFFE¹⁰⁵. Esta limitación, a nuestro parecer, resulta incoherente, por cuanto la prohibición se limita a una sola plataforma, pudiendo el promotor fácilmente publicar diversos proyectos simultáneamente en varias plataformas. Además, la prohibición solo aplica a proyectos que se publiquen de forma simultánea, por lo que cuando se acabe de financiar un proyecto, el promotor puede publicar el siguiente en la misma plataforma. No vemos el razonamiento de esta prohibición, pues los promotores pueden conseguir financiación de más de uno de sus proyectos a través de Crowdfunding y dicha prohibición parece que simplemente dificulta su alcance y lo demora en el tiempo.

En segundo lugar, resultaría interesante que en los próximos años se **actualizaran o incluso se descartaran los límites de financiación por proyecto** que se fijan en la LFFE¹⁰⁶. Es entendible que el legislador pretendiera, en esta primera regulación, establecer unos límites máximos para mitigar el riesgo de las operaciones e incluso tener un mayor control sobre el blanqueo de capitales. Aún así, si las cifras del Crowdfunding siguen creciendo exponencialmente, dichas limitaciones a los objetivos de financiación constituirán una barrera importante a la obtención de financiación, y probablemente habrá llegado el momento de buscar otros mecanismos para mitigar el riesgo.

Asimismo, y dada la multitud de requisitos y procedimientos que la LFFE impone a las PFP, consideramos que se podría premiar a las plataformas por la transparencia y calidad de su servicio, a través del otorgamiento de **certificados o distintivos de calidad**. De esta forma se potenciaría la confianza tanto de los inversores como de los promotores para participar como

¹⁰⁵ Art. 68.1 LFFE.

¹⁰⁶ Art. 68.2 LFFE.

sujetos a través de las PFP de más calidad. PALAZÓN MARTÍN¹⁰⁷ propone como ejemplo el modelo EFQM de Calidad y Excelencia que se otorga por la Fundación Europea para la gestión de la calidad¹⁰⁸. De igual forma, la misma LFFE podría reunir los requisitos para el otorgamiento de dichos distintivos.

Por otra parte, se podría considerar la **colaboración de la banca tradicional con el sector del Crowdfunding**, o incluso poner a su disposición herramientas para que la banca clásica creara sus propias plataformas, derivando allí a los clientes con mayor riesgo u operaciones de valor más pequeño. Hasta el momento, parece que el Crowdfunding se ha planteado como un sector aparte del tradicional, pero ambos, de una forma u otra, tienen como objeto financiar proyectos¹⁰⁹. No sería extraño que en poco tiempo se realizaran colaboraciones entre la banca y plataformas de Crowdfunding, en las que la banca podría aportar un gran flujo de operaciones y proyectos, y las plataformas podrían aportar experiencia en selección de proyectos de mayor riesgo y descongestión del sistema tradicional.

Con relación a los tipos de **Crowdfunding de donación y de recompensa**, los cuales han quedado fuera de la regulación de la LFFE, se sugiere su **inclusión en la normativa**, para garantizar una regulación íntegra y ordenada. Como se ha visto, el encaje del tipo de recompensa en instituciones jurídicas existentes ha generado debate en la doctrina, y el Crowdfunding de donación podría beneficiarse de una regulación más específica. Estos dos tipos son los menos utilizados en España para conseguir financiación, aun presentando menos riesgo financiero, y la falta de una normativa clara que dote de seguridad jurídica a estas instituciones podría ser una de las causas.

Con el objetivo de eliminar la incertidumbre e inseguridad jurídica que aún a día de hoy acarrea el Crowdfunding, también se recomienda la **elaboración de una guía jurídica práctica** para los cuatro tipos, emitida por la CNMV como órgano que vela por la protección de los inversores. En esta guía se podrían recoger tanto los pasos para la creación y funcionamiento de una plataforma, como consejos prácticos e información para los inversores y los promotores. De la misma forma, se podrían organizar talleres y formaciones para su divulgación y promoción, así como para animar a nuevos emprendedores e inversores a participar en este nuevo método de financiación.

¹⁰⁷ PALAZÓN MARTÍN (2017: 35-39).

¹⁰⁸ <http://www.efqm.es/>

¹⁰⁹ CUESTA-FERNÁNDEZ DE LIS-ROIBAS-RUBIO-RUESTA-TUESTA-URBIOLA (2014: 1-2).

A la vista de todo lo anterior, se hace patente que, aunque la regulación que se ha introducido hasta ahora en España es muy positiva, ésta tendrá que adaptarse constantemente en los próximos años para reflejar y acomodar todos los cambios que el crecimiento del Crowdfunding provocará en el sector.

Por último, resulta interesante mencionar que se está observando una nueva tipología de PFP orientada al sector inmobiliario. Una de las primeras plataformas que lo ha desarrollado es Housers, la cual en 2017 recibió la aprobación de la CNMV para operar como PFP. Estas plataformas se dedican a potenciar la inversión en activos inmobiliarios, para financiar por ejemplo alquileres, construcción de inmuebles o préstamos para obras nuevas. Algunas fuentes¹¹⁰ indican que será una tendencia en auge, lo que evidencia la importancia de que el legislador se mantenga al día con la evolución que haga esta industria y actualice la normativa con cierta agilidad, estableciendo, a modo de ejemplo, que las operaciones con más riesgo solo puedan ser financiadas por inversores acreditados.

¹¹⁰ GÓMEZ DEL ÁGUILA (2017: 31-36).

Artículo de ElMundo (2017), *Housers, la primera plataforma de “Crowdfunding” inmobiliario autorizada por la CNMV*.

IX. CONCLUSIONES

Una vez realizado el estudio pormenorizado de la materia, se pueden extraer una serie de conclusiones que arrojarán luz a las cuestiones planteadas al inicio de este trabajo.

En primer lugar, es importante reconocer que, pese a su aparición como método de financiación alternativo en tiempo de crisis, el Crowdfunding ha logrado perdurar en el tiempo, generando tal impacto en la economía y sociedad que ha provocado una regulación prolífera en muchos países.

España reaccionó a esta nueva fuente de financiación en 2015, con la promulgación de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial para la regulación del Crowdfunding financiero, así como con la abundante doctrina existente que se ha encargado de definir y concebir el marco normativo aplicable a las modalidades de Crowdfunding que carecen de regulación específica.

Debemos realizar también una valoración de la Ley 5/2015, la llamada LFFE, que fundamentalmente tenía por objetivo mejorar el acceso a la financiación por las PYMES y ampliar los medios de financiación existentes. Sin embargo, únicamente se han incluido en la regulación dos de los tipos de Crowdfunding. Una nota importante a resaltar es la voluntad del legislador en todo momento de protección al inversor, estableciendo como consecuencia un entramado de procedimientos, limitaciones y prohibiciones a todos los sujetos participantes en la transacción.

Por otra parte, aunque tres de las modalidades de Crowdfunding ya pertenecían a una naturaleza jurídica concreta, como son la donación, la compraventa y el préstamo, la Ley, aunque regula el Crowdfunding de inversión, no define el procedimiento adecuado para canalizar las inversiones recibidas. La doctrina, y las propias plataformas, se han encargado de la labor de acotar el proceso de ejecución de las inversiones, mediante ampliaciones de capital y creación de entes jurídicos como las comunidades de bienes.

En cuanto al ámbito europeo, a pesar de los grandes avances que se han producido, la inexistencia de una regulación a nivel comunitario dificulta la uniformidad de los criterios de inversión y crea potenciales desigualdades entre usuarios de diferentes países, aspecto que implica una considerable inseguridad jurídica que, de cara al futuro, puede configurarse como

un obstáculo para su crecimiento. Vemos, sin embargo, que a nivel regional la mayoría de países han seguido las mismas pautas de regulación.

Teniendo en cuenta lo anteriormente expuesto, se pretende dar respuesta a la pregunta inicial que actuó como fundamento de esta investigación. Queda claro que la regulación existente es escasa y no resuelve gran parte de la problemática jurídica que sigue generando el Crowdfunding. Aunque hay que aplaudir la labor legislativa realizada hasta el momento, por cuanto cubre con bastante exhaustividad el Crowdfunding financiero, aún queda camino por recorrer. Se debe promover la creación de un marco normativo integral, que incluya el Crowdfunding de donación y de recompensa, y otorgue todas las garantías para crear un clima de protección y de confianza a sus usuarios. Asimismo, será de vital importancia que, dada la constante evolución de esta fuente de financiación, el legislador sepa reflejar e incorporar en la normativa todos los cambios que el Crowdfunding provocará en el sector.

En Barcelona, a 13 de diciembre de dos mil dieciocho.

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Mireia Aleu Barnadas', written in a cursive style.

X. BIBLIOGRAFÍA Y FUENTES NORMATIVAS

X.1. Bibliografía, artículos jurídicos y comunicaciones de organismos oficiales

Bibliografía

BUENO PARAMIO, E. (2018), *El Crowdfunding como método de financiación empresarial*, págs. 23-27, 39-42 (disponible en http://biblioteca.cunef.edu/gestion/catalogo/doc_num.php?explnum_id=2068; fecha de la última consulta: 04-12-2018).

GÓMEZ DEL ÁGUILA, M. (2017), *Plataformas de financiación colectiva*, págs. 31-36 (disponible en <https://uvadoc.uva.es/bitstream/10324/30038/1/TFG-E-440.pdf>; fecha de la última consulta: 04-12-2018).

MORENO SERRANO, E. (2017), *Crowdfunding: Aspectos Legales*, 1ª edición, Pamplona, Aranzadi, págs. 29-31, 35-68, 97-132, 217-222, 250-259, 263-265.

PALAZÓN MARTÍN, L. (2017). *Algunos aspectos problemáticos del Crowdfunding de donación y recompensa*, págs. 5-28, 35-39 (disponible en <https://riull.ull.es/xmlui/bitstream/handle/915/5619/ALGUNOS%20ASPECTOS%20PROBLEMATICOS%20DEL%20CROWDFUNDING%20DE%20DONACION%20Y%20RECOMPENSA.pdf?sequence=1&isAllowed=y>; fecha de la última consulta: 04-12-2018).

PEÑA GONZÁLEZ, L. (2015), *Financiación alternativa: business angels, crowdfunding y capital riesgo*, págs. 36-42.

SALVADOR SÁEZ, D. (2016), *El Crowdfunding: Función económica, tipologías de la realidad, naturaleza y régimen jurídico*, págs. 19-22, 27-51, 56-73, 78-81, 411-432, 529-541, 548-554.

RAMOS, J.-GONZÁLEZ, B.-LLORCA, R. Y OTROS (2014), *Micro Financiación Colectiva (Crowdfunding): un nuevo instrumento económico para el crecimiento económico y el empleo*, Barcelona. Informe presentado en la conferencia organizada por la Fundació Catalunya Europa: Finançament alternatiu a l'era digital: Crowdfunding i xarxes d'intercanvis, págs 3-7.

Artículos Jurídicos

ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S. (2013), “Financiación para empresas innovadoras: capital riesgo, Business Angels, crowdfunding”, *Revista La Ley*, 8033. Ref. D-84, pág. 4.

Artículo de *ElDerecho* (2014), “El “crowdfunding”: vehículo de financiación para proyectos y empresas”, *ElDerecho* (disponible en <https://elderecho.com/el-crowdfunding-vehiculo-de-financiacion-para-proyectos-y-empresas>; fecha de la última consulta 01-12-2018).

Artículo de *ElMundo* (2017), “Housers, la primera plataforma de “Crowdfunding” inmobiliario autorizada por la CNMV”, *ElMundo* (disponible en <https://www.elmundo.es/economia/vivienda/2017/05/08/5910931ae5fdea8d068b45b3.html>; fecha de la última consulta: 01-12-2018).

Artículo de la Asociación Española de Crowdfunding (2016), “Crowdfunding en España 2016”, *Asociación Española de Crowdfunding* (disponible en <https://mailchi.mp/spaincrowdfunding/crowdfunding-en-espaa-2016?e=4710bc3fa2>; fecha de la última consulta: 01-12-2018).

Artículo de la BBC (2013), “The Statue of Liberty and America's crowdfunding pioneer”, *BBC* (disponible en: <https://www.bbc.com/news/magazine-21932675>; fecha de la última consulta 01-12-2018).

Artículo de The Crowd Angel (2017), “Invertir con una empresa o a título individual: ventajas e inconvenientes”, *The Crowd Angel* (disponible en <http://blog.thecrowdangel.com/blog/invertir-con-una-empresa/>; fecha de la última consulta: 01-12-2018).

Artículo de UK Crowdfunding (2013), “What is Crowdfunding”, *UK Crowdfunding* (disponible en <https://www.ukcfa.org.uk/what-is-crowdfunding/>; fecha de la última consulta: 01-12-2018).

CROWDACY (2013), “Tipos de Crowdfunding”, *Crowdacy* (disponible en <http://www.crowdacy.com/tipos-de-crowdfunding/>; fecha de la última consulta 01-12-2018).

CUESTA, E.-FERNÁNDEZ DE LIS, S.-ROIBAS, I.-RUBIO, A.-RUESTA, M.-TUESTA, D.-URBIOLA, P. (2014), “Crowdfunding en 360º: alternativa de financiación en la era digital”, *BBVA Research, Observatorio Economía Digital*, 1, págs. 1-2, 18-19 (disponible en: https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/01/Observatorio_crowdfunding.pdf; fecha de la última consulta 01-12-2018).

DE BUYSERE, K.-GAJDA, O.-KLEVERLAAN, R.-MAROM, D. (2012), “A Framework For European Crowdfunding”, *European Crowdfunding Network*, 1, pág. 9 (disponible en http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/Framework_EU_Crowdfunding.pdf; fecha de la última consulta: 01-12-2018).

LÓPEZ-FRESNO, P. (2013), “Qué es el Crowdfunding”, *Revista Forum Calidad*, 98, pág. 245.

LÓPEZ ORTEGA, R. (2016), “Las plataformas de financiación participativa (Crowdfunding) en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 144/2016, págs. 1-17. De Aranzadi Base de datos.

LORRIO GIL, A. (2014), “Financiación “Crowd-funding””, *Revista Actualidad Jurídica Aranzadi*, 881/2014, págs. 1-2.

MÁRMOL LORENZO, Y. (2017), “El Tribunal de Cuentas suspende el 'crowdfunding' de Pedro Sánchez”, *El Periódico* (disponible en https://www.elperiodicomediterraneo.com/noticias/espana/tribunal-cuentas-suspende-crowdfunding-pedro-sanchez_1059603.html; fecha de la última consulta 01-12-2018).

RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T. (2014), “El crowdfunding como mecanismo alternativo de financiación de proyectos”, *Revista REDEM*, 1, pág. 124.

Comunicaciones de organismos oficiales

Comunicación de la Comisión Europea (2015), *Crowdfunding: Mapping EU markets and events study*, págs. 12-13 (disponible en https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/crowdfunding-study-executive-summary-30092015_en.pdf; fecha de la última consulta: 01-12-2018).

Comunicación de la Comisión Europea (2014), *Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea*, págs. 1-14 (disponible en <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2014/ES/1-2014-172-ES-F1-1.Pdf>; fecha de la última consulta: 01-12-2018).

Consulta de la Comisión Europea (2013), *Crowdfunding in the EU - Exploring the added value of potential EU action*, págs. 1-12 (disponible en http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf; fecha de la última consulta: 01-12-2018).

Consulta de la Financial Conduct Authority (2013), *Consultation Paper CP13/13. The FCA's regulatory approach to crowdfunding (and similar activities)*, págs. 4-11 (disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp13-13.pdf>; fecha de la última consulta: 01-12-2018).

Comunicación de la Financial Conduct Authority (2014), *Policy Statement PS14/4. The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules*, págs 7-45 (disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf>; fecha de la última consulta: 01-12-2018).

Documento de trabajo de la Comisión Europea (2016), *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, págs. 1-51 (disponible en https://ec.europa.eu/info/system/files/crowdfunding-report-03052016_en.pdf; fecha de la última consulta: 01-12-2018).

X.2. Fuentes normativas

Código Civil:

Art. 400
Art. 392 y ss.
Art. 618
Art. 619
Art. 622
Art. 647.1
Art. 1114
Art. 1255
Art. 1544

Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. del Testo Unico della Finanza:

Art. 50 quinquies
Art. 100 ter

Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial:

Preámbulo
Arts. 46 a 93

Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero:

Art. 29
Art. 30

Ley 34/2002, de 11 de julio, de Servicios de la Sociedad de la Información y el Comercio Electrónico:

Art. 23
Art. 24
Art. 25
Art. 26
Art. 27
Art. 28
Art. 29

Ley de Sociedades de Capital:

Art. 199.a)
Art. 288.1
Art. 290.1
Art. 295 y ss.
Art. 296.1
Art. 304
Art. 308
Art. 315

Regolamento CONSOB sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013

Art. 8

Art. 9