

LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR EN LAS OPERACIONES DE CROWDLENDING

Marta Flores Segura

*Profesora de Derecho Mercantil.
Universidad Autónoma de Madrid*

Este trabajo ha obtenido un **Accésit Premio Estudios Financieros 2017** en la modalidad de **Derecho Civil y Mercantil**.

El jurado ha estado compuesto por: don Antonio FERNÁNDEZ DE BUJÁN Y FERNÁNDEZ, don Francisco Javier ARIAS VARONA, don Juan Carlos CASTRO RICO, don Fernando DíEZ ESTELLA, don David OLIVARES MARTÍNEZ, don Lupicinio RODRÍGUEZ y don Luis ZARRALUQUI NAVARRO.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato de los autores.

EXTRACTO

El *crowdfunding* constituye una novedosa forma de financiación que pertenece al fenómeno general del *crowdfunding*. El auge de esta modalidad de obtención de fondos en España resulta abrumador, como también lo es el riesgo al cual se someten los inversores que deciden canalizar sus ahorros a través de ella. La regulación del *crowdfunding* en España ha procurado alcanzar el equilibrio entre el fomento de esta nueva forma de financiación y la garantía de una determinada protección para los inversores que optan por participar en ella. El presente trabajo tiene por objeto el análisis y juicio crítico de los mecanismos de protección del inversor que se prevén en la regulación del *crowdfunding* en España; regulación que resulta relativamente reciente y necesitada, por lo tanto, de una mayor labor interpretativa que armonice su contenido y ponga de manifiesto sus deficiencias.

Palabras clave: *crowdfunding*; *crowdfunding*; economía colaborativa; protección de inversores; financiación participativa.

Fecha de entrada: 03-05-2017 / *Fecha de aceptación:* 04-07-2017

INVESTOR PROTECTION IN CROWDLENDING OPERATIONS

Marta Flores Segura

ABSTRACT

Crowdfunding is a new financing alternative that belongs to the general phenomenon of crowdfunding. Its spread and exponential growth in Spain are overwhelming, as well as the risk to which the investors are subject. The Spanish regulation of crowdfunding has intended to reach an equilibrium between promoting this new way of financing, and ensuring an adequate level of protection for the investors that participate in it. This paper contains an analysis and critical assessment of the different mechanisms that the Spanish regulation foresees with regard to the protection of investors. Said regulation is relatively recent and requires, therefore, proposals for its interpretation in order to harmonize its contents and points out its deficiencies.

Keywords: crowdfunding; crowdlending; collaborative economy; investor protection; participative finance.

Sumario

I. Introducción

1. La economía colaborativa, el *crowdfunding* y los motivos de su auge
2. Los protagonistas de las operaciones de *crowdfunding*
3. Las modalidades de *crowdfunding*
 - 3.1. El *crowdfunding* de donación
 - 3.2. El *crowdfunding* de recompensa
 - 3.3. El *crowdfunding* de inversión
 - 3.4. El *crowdfunding* de préstamo
4. El *crowdfunding* en España
5. La Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial
6. Objetivos y estructura de la investigación

II. Medidas de protección del inversor relativas a las plataformas de financiación participativa

1. Delimitación funcional de las plataformas de financiación participativa
2. La autorización y el registro de las plataformas de financiación participativa
3. Los requisitos para ejercer la actividad
 - 3.1. Requisitos organizativos
 - 3.2. Requisitos financieros
4. Las normas de conducta de las plataformas de financiación participativa
5. Las obligaciones de información
 - 5.1. La información básica para el inversor
 - 5.2. Otra información de interés
6. Tratamiento de los conflictos de interés
7. Aspectos publicitarios
8. Consecuencias del incumplimiento de las obligaciones relativas a las plataformas

III. Medidas de protección del inversor relativas a los promotores y los proyectos

1. Medidas relativas a los promotores
2. Medidas relativas a los proyectos
 - 2.1. Requisitos positivos
 - 2.2. Requisitos negativos
 - 2.3. Límites

3. Información sobre el promotor y el proyecto

3.1. Información general

3.2. Información específica en el *crowdlending*

IV. Medidas relativas a los propios inversores

1. Tipología de los inversores

2. Los inversores acreditados en los proyectos de *crowdlending*

3. Límites a la inversión

4. Requisitos de información previos a la inversión

5. Manifestaciones exigidas a los inversores

V. La aplicación de las normas de protección de consumidores y usuarios a los inversores

1. La relación entre el inversor y la plataforma

2. La relación entre inversores y promotores

VI. Conclusiones

Bibliografía

I. INTRODUCCIÓN

1. LA ECONOMÍA COLABORATIVA, EL CROWDFUNDING Y LOS MOTIVOS DE SU AUGE

El presente trabajo versa sobre economía colaborativa¹. En particular, sobre una de sus muchas manifestaciones: el *crowdfunding* o micromecenazgo. El término *crowdfunding* proviene de la unión del inglés *crowd* (multitud) y *funding* (financiación), y el fenómeno subyacente constituye un novedoso mecanismo de desintermediación financiera desarrollado sobre la base de las nuevas tecnologías². En sentido amplio, puede definirse el *crowdfunding* como aquella actividad de financiación colaborativa y colectiva, en la cual promotores de proyectos, mediante convocatoria abierta y pública (generalmente a través de internet), solicitan y reciben financiación de una pluralidad de inversores. Uno de los rasgos distintivos de las operaciones de *crowdfunding* es la distribución

¹ Suele entenderse por economía colaborativa el intercambio entre particulares de bienes y servicios que permanecían ociosos o infrautilizados, por ejemplo, las plazas libres del coche en un viaje, el domicilio que queda vacío durante las vacaciones, herramientas que se utilizan una o dos veces tras su compra, etc., a cambio de una compensación económica. Hay quien argumenta que la economía colaborativa no es un fenómeno totalmente novedoso, sino que constituye una manifestación de un tipo de economía que siempre ha existido y que hoy cobra una nueva dimensión por el uso de nuevas tecnologías, las redes sociales e internet. Sobre esta cuestión, véase GARCÍA-OCHOA MAYOR, D. y NARVÁEZ BARBA, I.: «Economía colaborativa y financiación», *Diario La Ley*, núm. 8.807, 2016, págs. 1 y ss.

² Sobre el fenómeno del *crowdfunding* pueden consultarse, entre muchos otros, los trabajos de PEKMEZOVIK, A. y WALKER, G.: «The global significance of crowdfunding: solving the SME funding problem and democratizing access to capital», *William & Mary Business Law Review*, vol. 7, 2016, págs. 356 y ss.; CAMACHO CLAVIJO, S.: «El *crowdfunding*: régimen jurídico de la financiación participativa en la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial», *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 17, 2016, págs. 2 y ss.; GRACIA LABARTA, C.: «Presente y futuro del *crowdfunding* como fuente de financiación de proyectos empresariales», *Revista Española de Capital Riesgo*, núm. 1, 2014, págs. 4 y ss.; ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S.: «Financiación para empresas innovadoras: capital riesgo, *business angels*, *crowdfunding*», *Diario La Ley*, núm. 8033, 2013; págs. 4 y ss.; BENITO MUNDET, H. y MALDONADO GUTIÉRREZ, D.: «La financiación colectiva y su papel en el mundo de la empresa», *Análisis Financiero*, núm. 129, 2015, pág. 68; GRANADOS SÁNCHEZ, J.: «*Crowdfunding*: la nueva forma de financiación analizada desde la perspectiva de la responsabilidad penal de las personas jurídicas», *Diario La Ley*, núm. 8.832, 2016, págs. 1 y ss.; CACCURI, D.: «El *crowdfunding* y sus múltiples formas», *Austral Comunicación*, vol. 3, núm. 1, 2014, págs. 23 y ss.; GARCÍA-OCHOA MAYOR, D. y NARVÁEZ BARBA, I.: «Economía colaborativa y financiación», cit., págs. 3 y ss.; HERNÁNDEZ SAINZ, E.: «La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y *start-ups* a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)», *Revista de Derecho de Mercado de Valores*, núm. 16, 2015, págs. 1 y ss.; GUZMÁN, I.: «El *crowdfunding*: una alternativa de financiación en tiempos de crisis», *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, núm. 106, 2014, págs. 17 a 20; GALACHO ABOLAFIO, A. F.: «*Crowdfunding* y *shadow banking*: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 145, 2017, págs. 3 y ss.; GIMENO RIBES, M.: «Aproximación a la naturaleza jurídica del *crowdfunding*», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 291, 2014, págs. 452 y ss.

del riesgo de la inversión entre un número elevado de participantes (los *crowdfunders* o inversores), que contribuyen en los proyectos con aportaciones, por norma general, de cuantía reducida.

Desde hace unos años, el *crowdfunding* –en tanto que mecanismo alternativo de financiación– está en pleno auge. El principal motivo, se dice, ha sido la crisis del sistema financiero y la inmovilización de los canales tradicionales del crédito que la misma ha supuesto³. En efecto, la crisis trajo consigo considerables dificultades para acceder a financiación tradicional (*i. e.*, bancaria, principalmente); dificultades que se han acentuado en el caso de las pymes y las denominadas *start-ups*. En efecto, con la crisis, la financiación bancaria se deslizó apreciablemente hacia proyectos de mayor dimensión y, en términos generales, de menor riesgo⁴. Este desplazamiento fue acompañado de un preocupante déficit de financiación para los proyectos altamente innovadores, de menor tamaño o en fase inicial.

En este contexto, el *crowdfunding* ofrece la posibilidad de solucionar los anteriores problemas, a través de la realización del objetivo clásico del sistema financiero: la asignación y traspaso eficiente de los fondos desde las entidades con superávit (los ahorradores) hasta las entidades necesitadas de fondos⁵. Y es que, aunque en el mundo *offline* la financiación bancaria sea escasa y con intereses elevados, en el mundo *online* la crisis crediticia parece no existir.

El primer motivo del auge del *crowdfunding* ha sido, en consecuencia, el retraimiento masivo de los principales actores del mercado de la financiación tradicional, y la consiguiente necesidad de abrir nuevas vías de obtención de fondos, menos dependientes de la intermediación financiera. Sin embargo, el nacimiento e inmediata popularidad del *crowdfunding* no solo se explican median-

³ Insisten en este hecho ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S.: «Financiación para empresas innovadoras: capital riesgo, *business angels*, *crowdfunding*», cit., pág. 4; ARPIO SANTACRUZ, J.: «La Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la actividad empresarial», *Ars Iuris Salmanticensis*, núm. 3, 2015, pág. 240; BORONAT OMBUENA, G. J.: «Información financiera-pyme: riesgo, financiación y *rating* para las empresas», *Estrategia Financiera*, núm. 342, 2016, pág. 22; BENITO MUNDET, H. y MALDONADO GUTIÉRREZ, D.: «La financiación colectiva y su papel en el mundo de la empresa», cit., pág. 68; GARCÍA-OCHOA MAYOR, D. y NARVÁEZ BARBA, I.: «Economía colaborativa y financiación», cit., pág. 3; GALACHO ABOLAFIO, A. F.: «*Crowdfunding* y *shadow banking*: plataformas de financiación participativa (PPFS) y la protección de los inversores», cit., pág. 3; GIMENO RIBES, M.: «Aproximación a la naturaleza jurídica del *crowdfunding*», cit., pág. 452; HERNÁNDEZ SAINZ, E.: «La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y *start-ups* a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)», cit., págs. 1 y ss.; PEKMEZOVIK, A. y WALKER, G.: «The global significance of crowdfunding: solving the SME funding problem and democratizing access to capital», cit., págs. 350 y ss.; ARNAL MARTÍNEZ, J. y BRAVO ÁLVAREZ, A. J.: «Un breve estudio de la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial», *Boletín Económico del ICE*, núm. 3.067, 2015, págs. 29 y 30.

⁴ Véase RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T.: «Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: concepto y funciones», *Revista de Derecho de Valores*, núm. 15, 2014, pág. 2.

⁵ Al respecto, PEKMEZOVIK, A. y WALKER, G.: «The global significance of crowdfunding: solving the SME funding problem and democratizing access to capital», cit., págs. 366 y ss. También GIMENO RIBES, M.: «Aproximación a la naturaleza jurídica del *crowdfunding*», cit., pág. 452; ARNAL MARTÍNEZ, J. y BRAVO ÁLVAREZ, A. J.: «Un breve estudio de la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial», cit., págs. 29 y 30.

te factores coyunturales de la situación económica mundial. Junto al *económico*, han confluído en la concepción y el desarrollo de las modalidades de *crowdfunding* un factor *social* y un factor *tecnológico*. En efecto, el *crowdfunding*, en sus diversas modalidades, puede aprehenderse como una manifestación más de los movimientos sociales de implicación comunitaria y acción colectiva⁶. Y ha sido la tecnología quien ha disparado el efecto multiplicador y de eficiencia del principio económico subyacente en la financiación en masa: la distribución del riesgo⁷. En efecto, ante la reticencia de las instituciones financieras a concentrar sus inversiones en proyectos concretos y asumir así los riesgos del mismo, la financiación en masa se basa en distribuir el riesgo entre un elevado número de aportantes, que contribuyen con recursos de cuantía relativamente reducida, lo cual les permite controlar y limitar el riesgo de pérdida⁸.

El crecimiento de esta forma de financiación es explosivo y exponencial. Actualmente, se recaudan más de 34 mil millones de euros en todo el mundo, en alrededor de 4 millones de proyectos gestionados por casi 800 plataformas⁹.

2. LOS PROTAGONISTAS DE LAS OPERACIONES DE CROWDFUNDING

Definido el *crowdfunding* como un concepto omnicomprendivo de cualquier forma de financiación colectiva participativa, debe precisarse que existen varias modalidades (cuyo análisis se realizará en el epígrafe siguiente). Sin embargo, en cualquiera de estas modalidades existen tres tipos de sujetos protagonistas, entre los cuales se desarrolla todo un entramado de relaciones jurídicas cuya naturaleza, como veremos, variará en función de la modalidad a la cual nos refiramos¹⁰.

Por un lado, en cualquier operación de *crowdfunding* existe un *promotor*, que es la persona (física o jurídica) que busca financiación participativa para un determinado proyecto, y que recibirá, en su caso, las aportaciones obtenidas. Por otro lado, están los *inversores* (*crowdfunders*), que son las personas, en su mayoría físicas (pero también jurídicas), que ofrecen financiación, mediante una aportación particular cuyo destino es un concreto proyecto de financiación participativa ideado por el promotor. Finalmente, la *plataforma de financiación participativa* es quien

⁶ Seguimos aquí a RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T.: «Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: concepto y funciones», cit., pág. 3.

⁷ Lo ponen de manifiesto PEKMEZOVIK, A. y WALKER, G.: «The global significance of crowdfunding: solving the SME funding problem and democratizing access to capital», cit., pág. 353.

⁸ Insiste en ello RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T.: «Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: concepto y funciones», cit., pág. 3.

⁹ Fuente: <www.crowdsurfer.com>.

¹⁰ Sobre los sujetos intervinientes, véase GARCÍA-OCHOA MAYOR, D. y NARVÁEZ BARBA, I.: «Economía colaborativa y financiación», cit., págs. 3 y ss.; GIMENO RIBES, M.: «Aproximación a la naturaleza jurídica del *crowdfunding*», cit., pág. 452; RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T.: «Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: concepto y funciones», cit., págs. 4 y ss.

facilita el contacto, generalmente a través de su web, entre promotores e inversores. Téngase en cuenta, en cualquier caso, que también existe una estructura alternativa (denominada *crowdfunding* directo) en la cual son los promotores quienes recaudan los fondos, sin recurrir a ninguna plataforma especializada¹¹. En el presente trabajo nos limitaremos al estudio del *crowdfunding* indirecto (en el cual media una plataforma), por tratarse de la versión más extendida y habitual.

En esta relación triangular, desde la perspectiva subjetiva, se entablan relaciones contractuales en dos planos: el *vertical*, entre el gestor de la plataforma y los usuarios (ya sean promotores o inversores) y el plano *horizontal* (entre inversores y promotores)¹². Surgen así, en consecuencia, tres relaciones jurídicas diferenciadas: la relación entre la plataforma de financiación participativa y el promotor; la relación entre la plataforma de financiación participativa y el inversor; y la relación entre promotor e inversor. Esta última es la que más importancia reviste, pues, en función de la misma, podemos asignar una determinada operación a cada modalidad de *crowdfunding*.

3. LAS MODALIDADES DE CROWDFUNDING

Una de las particularidades del *crowdfunding* es su carácter poliforme, esto es, la multiplicidad de apariencias que la figura puede llegar a tomar, lo cual la enfrenta a unas implicaciones jurídicas de muy diversa índole según los casos¹³. Para diferenciar entre los distintos tipos de *crowdfunding*, se suele emplear el criterio de la retribución que, en su caso, el promotor concede al inversor¹⁴. Surgen así cuatro modalidades distintas de *crowdfunding*: el de donación (*donation-based crowdfunding*), el de recompensa (*reward-based crowdfunding*), el de inversión (*equity-based crowdfunding*) y el de préstamo (*loan-based crowdfunding* o *crowdlending*).

3.1. El *crowdfunding* de donación

Esta modalidad de *crowdfunding* no es lucrativa. En estas operaciones, el mecenas realiza una aportación a un proyecto sin recibir nada a cambio. Los promotores suelen ser asociaciones

¹¹ Sobre el *crowdfunding* directo (sin intermediación), pueden consultarse los trabajos de BENITO MUNDET, H. y MALDONADO GUTIÉRREZ, D.: «La financiación colectiva y su papel en el mundo de la empresa», cit., pág. 71; RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T.: «Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: concepto y funciones», cit., pág. 4.

¹² En este sentido, véase HERNÁNDEZ SAINZ, E.: «La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y *start-ups* a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)», cit., pág. 10; RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T.: «Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: concepto y funciones», cit., pág. 4.

¹³ Al respecto, GIMENO RIBES, M.: «Aproximación a la naturaleza jurídica del *crowdfunding*», cit., pág. 453.

¹⁴ Seguimos aquí a CAMACHO CLAVIJO, S.: «El *crowdfunding*: régimen jurídico de la financiación participativa en la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial», cit., págs. 5 y ss. En el mismo sentido, GARCÍA-OCHOA MAYOR, D. y NARVÁEZ BARBA, I.: «Economía colaborativa y financiación», cit., pág. 4.

u organizaciones sin ánimo de lucro, y los proyectos que se promueven están guiados, en general, por el interés general o por causas de ayuda social o humanitaria. En este modelo, las aportaciones de los *crowdfunders* constituyen una donación, y, más concretamente, una donación modal: en efecto, junto al *animus donandi* o voluntario espíritu de liberalidad –causa de toda donación–, el donante impone al donatario destinar lo recibido a una determinada finalidad, esto es, la financiación del proyecto de que se trate¹⁵.

3.2. El *crowdfunding* de recompensa

Este modelo está muy extendido y se dirige, principalmente, a financiar proyectos culturales, artísticos o creativos (por ejemplo, la grabación de un disco, la edición de un libro, la organización de una exposición o un concierto, etc.). En estos casos, se ofrece una recompensa al mecenas que realiza la aportación dineraria. Esta recompensa puede consistir en prácticamente cualquier bien o servicio (un ejemplar del disco grabado o del libro editado, una entrada para la exposición o el concierto, etc.), o una combinación de varios. Hoy en día se discute la naturaleza jurídica de esta modalidad de *crowdfunding*: frente a la tesis tradicional, que la asimila a una compraventa¹⁶, se abren paso corrientes que reivindican la asimilación de la recompensa a una donación remuneratoria¹⁷.

3.3. El *crowdfunding* de inversión

A través de esta modalidad (también denominada *equity-crowdfunding* o *crowdinvesting*), los promotores solicitan capital para su proyecto, y los inversores obtienen, a cambio de su apor-

¹⁵ Sobre esta modalidad, véase CAMACHO CLAVIJO, S.: «El *crowdfunding*: régimen jurídico de la financiación participativa en la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial», cit., pág. 6; GARCÍA-OCHOA MAYOR, D. y NARVÁEZ BARBA, I.: «Economía colaborativa y financiación», cit., pág. 4; GRACIA LABARTA, C.: «Presente y futuro del *crowdfunding* como fuente de financiación de proyectos empresariales», cit., pág. 7.

¹⁶ La exposición de motivos de la LFFE también se refiere a esta modalidad como «de compraventa». Como señala CAMACHO CLAVIJO, S.: «El *crowdfunding*: régimen jurídico de la financiación participativa en la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial», cit., pág. 7, la doctrina se postula a favor de calificar como contrato de compraventa la relación jurídica *crowdfunder*-promotor porque entiende existe correlación entre la cuantía aportada y el valor de la recompensa recibida. Según esta teoría, en el supuesto de que la recompensa tenga un valor equivalente a la aportación realizada, esta constituye el precio del producto o servicio que se abona como retribución. También lo consideran una compraventa GARCÍA-OCHOA MAYOR, D. y NARVÁEZ BARBA, I.: «Economía colaborativa y financiación», cit., pág. 4.

¹⁷ En este sentido, CAMACHO CLAVIJO, S.: «El *crowdfunding*: régimen jurídico de la financiación participativa en la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial», cit., pág. 8; GIMENO RIBES, M.: «Aproximación a la naturaleza jurídica del *crowdfunding*», cit., pág. 456; BENITO MUNDET, H. y MALDONADO GUTIÉRREZ, D.: «La financiación colectiva y su papel en el mundo de la empresa», cit., pág. 71. También se muestra escéptico con la caracterización de este negocio como una compraventa ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S.: «Financiación para empresas innovadoras: capital riesgo, *business angels*, *crowdfunding*», cit., pág. 5.

tación, acciones o participaciones de la sociedad promotora¹⁸. La aportación de los *crowdfunders* se considera una aportación en el capital de esta sociedad, de la cual se convierten en socios. Los inversores adquieren así el derecho a participar, en las condiciones legales y estatutarias establecidas, en la vida de la sociedad. Generalmente, las acciones o participaciones que recibe el inversor carecen de derecho a voto (y conllevan el consiguiente dividendo preferente, art. 99 LSC).

3.4. El *crowdfunding* de préstamo

Mediante esta modalidad, también denominada *crowdlending* (o *peer-to-peer lending*), y cuyo estudio constituye el objeto de este trabajo, los *crowdfunders* realizan sus aportaciones en forma de préstamo¹⁹. En estos casos, los inversores son prestamistas y el promotor es el prestatario. El total aportado es posteriormente reembolsado por el promotor del proyecto en los plazos previamente acordados y según el tipo de interés fijado. También es posible que el préstamo colectivo se realice sin intereses, en cuyo caso se habla de *social lending crowdfunding*.

4. EL CROWDFUNDING EN ESPAÑA

Solo durante el año 2016, se recaudaron en España más de 45 millones de euros (destinados a más de 4.000 proyectos) a través de plataformas de financiación participativa²⁰. A fecha de cierre de la presente investigación, existe casi una veintena de plataformas en el Registro de Plataformas de Financiación Participativa que gestiona la Comisión Nacional del Mercado de Valores²¹. En tanto que fenómeno de desintermediación bancaria, el éxito de esta forma de financiación –cuyo crecimiento parece imparable– está fuera de toda duda.

En España, el mayor número de proyectos se refiere a operaciones de *crowdfunding* por donación y por recompensa. Sin embargo, a pesar de lo anterior, la modalidad que más dinero mueve

¹⁸ Extensamente sobre esta cuestión, ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S.: «La propuesta de regulación de la inversión en masa o *equity crowdfunding*», *Diario La Ley*, núm. 8.320, 2014, *passim*; HERNÁNDEZ SAINZ, E.: «La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y *start-ups* a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)», cit.; *passim*; GRACIA LABARTA, C.: «Presente y futuro del *crowdfunding* como fuente de financiación de proyectos empresariales», cit., pág. 7. Considera CARRASCO PERERA, A.: «Consumidores bailando en plataformas de *crowdfunding*», *Actualidad Jurídica Aranzadi*, núm. 893, 2014, pág. 3, que debe eliminarse la posibilidad de que se pongan a disposición del consumidor «productos de inversión» carentes de valor, como son las participaciones en sociedades limitadas, que ni son fructíferas, ni son títulos líquidos.

¹⁹ Sobre esta modalidad, HERNÁNDEZ SAINZ, E.: «La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y *start-ups* a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)», cit., pág. 5; BENITO MUNDET, H. y MALDONADO GUTIÉRREZ, D.: «La financiación colectiva y su papel en el mundo de la empresa», cit., pág. 71; GRACIA LABARTA, C.: «Presente y futuro del *crowdfunding* como fuente de financiación de proyectos empresariales», cit., pág. 7.

²⁰ Fuente: <www.crowdsurfer.com>.

²¹ Fuente: <www.cnmv.es>.

en España es el *crowdfunding* de deuda, con una recaudación total (acumulada) de aproximadamente 55 millones de euros, repartidos entre unos 3.000 proyectos²². De ahí que nuestra investigación se centre, precisamente, en esta modalidad²³.

5. LA LEY 5/2015, DE 27 DE ABRIL, DE FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

En España, las operaciones de *crowdfunding* carecían de una regulación específica hasta la entrada en vigor de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (en adelante, LFFE)²⁴. Según se aclara en la exposición de motivos, uno de los objetivos de esta norma consiste en avanzar en el desarrollo de medios alternativos de financiación, sentando las bases regulatorias necesarias para fortalecer las fuentes de «financiación corporativa directa» o «financiación no bancaria» en España. El primer rasgo que debemos destacar de esta –relativamente reciente– regulación es que solo recoge algunas manifestaciones del fenómeno *crowdfunding*. En particular, únicamente se regulan las figuras en las que prima el componente financiero de la actividad o, dicho de otro modo, en las que el inversor espera recibir una remuneración dineraria por su participación (art. 46 LFFE). Así, entran dentro de su ámbito de aplicación tanto el *crowdfunding* de inversión (*equity crowdfunding*) como el *crowdfunding* de préstamo (*crowdlending*). Quedan fuera, sin embargo, las modalidades de donación y de recompensa, así como los supuestos de *crowdlending* en los cuales los préstamos se pactan sin intereses.

La razón de ser de esta delimitación regulatoria radica en que, precisamente en el *crowdfunding* de inversión y en el *crowdfunding* de préstamo, están presentes los elementos que requieren de una actuación regulatoria más urgente, como son el fomento de una nueva fuente de financiación para la economía y la protección proporcionada de las legítimas aspiraciones de los inversores de obtener un retorno económico. Así, aunque el legislador ha partido de la consideración del *crowdfunding* como una actividad regulada diferenciada de otras actividades de corte financiero más tradicionales, se ha centrado en instaurar cautelas básicas para asegurar la protección del inversor. Nótese, sin embargo, que esta protección no puede ser absoluta, en particular en un sector como el

²² Fuente: <www.crowdsurfer.com>.

²³ Para un análisis del esquema contractual básico del *crowdlending*, véase CARRASCO PERERA, A.: «Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial: la financiación participativa a través de plataformas de *crowdfunding*», *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 12, 2014, págs. 185 a 197.

²⁴ Para un análisis muy crítico del proyecto de ley, véase CARRASCO PERERA, A.: «Consumidores bailando en plataformas de *crowdfunding*», cit., pág. 3; del mismo autor, «El *crowdfunding* que viene», *Actualidad Jurídica Aranzadi*, núm. 883, 2014, pág. 3; también del mismo autor, «Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial: la financiación participativa a través de plataformas de *crowdfunding*», cit., págs. 185 a 197. También sobre la LFFE, CUENA CASAS, M.: «La ley de fomento de la financiación empresarial», *El Notario del Siglo XXI: Revista del Colegio Notarial de Madrid*, núm. 69, 2016, págs. 52 a 57. Y, sobre todo, GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L.: *Plataformas de financiación participativa y financiera crowdfunding*, Valencia: Tirant lo Blanch, 2016, págs. 9 y ss.

del *crowdfunding*, que debe considerarse de alto riesgo. De este modo, se ha pretendido –veremos si se ha conseguido– llegar a un equilibrio entre el fomento del sector y la protección del inversor²⁵.

En este sentido, la regulación del *crowdfunding* se planteó inicialmente con un objetivo dual: por un lado, no ahogar el fenómeno con reglas que supusieran cargas innecesarias y entorpecedoras, y, por otro, asegurar la protección de los derechos de los participantes y los intereses en juego y conjurar algunos de los riesgos a los cuales se enfrentan los inversores (por ejemplo, la selección inadecuada de los proyectos en los que se invierte por falta de información, de formación o de experiencia previa suficientes, fraudes, conflictos de interés con el gestor de la plataforma, pérdida del capital invertido, iliquidez de la inversión, etc.)²⁶.

6. OBJETIVOS Y ESTRUCTURA DE LA INVESTIGACIÓN

Llegamos así al propósito de esta investigación: aclarar el régimen de protección del cual gozan, en España, los inversores que participan en una operación de *crowdfunding* de préstamo (*crowdlending*).

El legislador español ha pretendido proporcionar a los inversores herramientas para controlar, mitigar o gestionar los riesgos que conlleva la participación en este tipo de operaciones. Nuestro objetivo consiste en analizar la adecuación de estas herramientas a la finalidad de protección de los inversores. Para ello, analizaremos los distintos ejes a través de los cuales el legislador ha pretendido estructurar esa protección, o, dicho con otras palabras, las distintas medidas de control del riesgo. Téngase en cuenta que nos limitamos, por obvias razones de espacio, a la protección de los inversores (prestamistas), sin entrar en la protección de los promotores (prestatarios).

Son varios los motivos que justifican el interés de esta investigación. En primer lugar, prácticamente no existen trabajos sobre esta cuestión concreta, a pesar de tratarse de una práctica en auge e intrínsecamente arriesgada para los inversores. En segundo lugar, la regulación del fenómeno del *crowdlending* es relativamente reciente y, en consecuencia, está necesitada de una labor interpretativa más intensa.

Centrándonos ya en la estructura del presente trabajo, la LFFE estructura la protección de los inversores en torno a un triple eje: en primer lugar, existen medidas de protección de los inversores que afectan directamente a las plataformas de financiación participativa. En segundo

²⁵ Así lo señalan ARNAL MARTÍNEZ, J. y BRAVO ÁLVAREZ, A. J.: «Un breve estudio de la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial», cit., págs. 29 y 30.

²⁶ Al respecto, RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T.: «Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: concepto y funciones», cit., pág. 3; HERNÁNDEZ SAINZ, E.: «La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y *start-ups* a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)», cit., págs. 3 y ss.; GALACHO ABOLAFIO, A. F.: «*Crowdfunding* y *shadow banking*: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores», cit., págs. 5 y ss.

lugar, otras medidas se proyectan exclusivamente sobre los promotores y los proyectos. En tercer y último lugar, existen medidas relativas al perfil del inversor y al importe o características de la inversión. El análisis que sigue se estructura, precisamente, en torno a esos tres ejes. A modo de broche final, procederemos a la caracterización de las relaciones que el inversor mantiene, por un lado, con la plataforma de financiación participativa, y, por otro lado, con el promotor, a efectos de determinar la normativa de consumo que resulta aplicable. Las conclusiones deberían permitirnos confirmar –o quizá desmentir– la acusación que se viene haciendo al legislador, y conforme a la cual se habría producido una hiper-regulación del *crowdfunding* en nuestro Ordenamiento jurídico, sin que ello se corresponda con un grado equivalente de protección de los inversores²⁷.

II. MEDIDAS DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR RELATIVAS A LAS PLATAFORMAS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA

En este epígrafe nos referiremos a las medidas de protección de los inversores que afectan directamente a las plataformas de financiación participativa. Como inmediatamente se verá, la LFFE prevé un régimen jurídico parecido al resto de la normativa financiera, y exige a estas plataformas una serie de variopintos requisitos (organizativos, financieros, de honorabilidad y experiencia para los administradores, etc.)²⁸. El núcleo de la protección de los inversores desde la perspectiva de las plataformas radica, sin embargo, en la imposición de intensos deberes de información a estas últimas. Analizaremos estas cuestiones, insistiendo en su eficacia protectora de los inversores, por separado.

1. DELIMITACIÓN FUNCIONAL DE LAS PLATAFORMAS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA

Las plataformas de financiación participativa son las empresas que ponen 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 (los *inversores*) con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto (los *promotores*) (art. 46.1 LFFE)²⁹.

²⁷ En este sentido, véase GALACHO ABOLAFIO, A. F.: «*Crowdfunding y shadow banking*: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores», cit., pág. 3.

²⁸ Así lo recuerdan ARNAL MARTÍNEZ, J. y BRAVO ÁLVAREZ, A. J.: «Un breve estudio de la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial», cit., pág. 35.

²⁹ Sobre la caracterización de la actividad de las plataformas de financiación participativa, véase GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L.: *Plataformas de financiación participativa y financial crowdfunding*, cit., págs. 85 y ss.; CAMACHO CLAVIJO, S.: «El *crowdfunding*: régimen jurídico de la financiación participativa en la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial», cit., pág. 98; ARNAL MARTÍNEZ, J. y BRAVO ÁLVAREZ, A. J.: «Un breve estudio de la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial», cit., pág. 34.

En relación con la actividad de las plataformas de financiación participativa, la LFFE contempla tres categorías: a) los servicios *imperativos*, que necesariamente deben prestarse (art. 51.1 LFFE); b) los servicios *auxiliares*, cuya prestación resulta potestativa (art. 51.2 LFFE); y c) los servicios *prohibidos*, cuya prestación está vetada (art. 52 LFFE).

Respecto a la primera categoría, los servicios que necesariamente deben prestarse constituyen la esencia de la actividad de las plataformas, y son esencialmente dos (art. 51.1 LFFE): a) la recepción, la selección y la publicación de proyectos de financiación participativa, y b) el desarrollo, establecimiento y explotación de canales de comunicación para facilitar la contratación de la financiación entre inversores y promotores. Junto a ese núcleo mínimo e imprescindible, la LFFE establece una segunda categoría, constituida por una serie de servicios genéricos (de carácter auxiliar y ejercicio voluntario) que las plataformas pueden desempeñar³⁰. Por último, la tercera categoría está integrada por una serie de prohibiciones cuya finalidad común consiste en asegurar que los clientes (tanto los inversores como los promotores) no confunden las plataformas con otras empresas, autorizadas a prestar otros servicios –y consecuentemente sometidas a una mayor carga regulatoria y a un mayor nivel de protección–. Nos interesa particularmente la tercera categoría, en el bien entendido de que las prohibiciones tienen una finalidad tuitiva respecto de los distintos actores involucrados (especialmente, los inversores). Así, se establece que las plataformas no pueden ejercer las actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión ni a las entidades de crédito, ni gestionar discrecional e individualizadamente las inversiones en los proyectos de financiación participativa, ni realizar recomendaciones personalizadas a los inversores sobre los proyectos, ni conceder créditos o préstamos a los inversores o promotores, etc. En particular, no pueden ejercer las actividades reservadas a las entidades de pago, a menos que cuenten con la preceptiva autorización de entidad de pago híbrida (de conformidad con Ley 16/2009)³¹.

2. LA AUTORIZACIÓN Y EL REGISTRO DE LAS PLATAFORMAS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA

Las plataformas de financiación participativa requieren ser autorizadas para poder operar (art. 53)³². La autorización la concede la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y es nece-

³⁰ Entre los servicios auxiliares se encuentran el asesoramiento a los promotores en relación con la publicación del proyecto en la plataforma (incluyendo la prestación de servicios y asesoramiento en las áreas de tecnologías de la información, marketing, publicidad y diseño); el análisis de los proyectos recibidos, la determinación del nivel de riesgo que implica cada proyecto para los inversores y la determinación de cualquier otra variable que resulte útil para que los inversores tomen la decisión de inversión; la habilitación de canales de comunicación a distancia para que usuarios, inversores y promotores contacten directamente entre sí antes, durante o después de las actuaciones que den lugar a la financiación del proyecto; etc.

³¹ Insisten en ello ARNAL MARTÍNEZ, J. y BRAVO ÁLVAREZ, A. J.: «Un breve estudio de la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial», cit., pág. 35; RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T.: «Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: concepto y funciones», cit., pág. 6.

³² Extensamente, sobre el régimen de autorización y registro administrativo, véase GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L.: *Plataformas de financiación participativa y financial crowdfunding*, cit., págs. 118 y ss.

sario, para su obtención, el cumplimiento de una serie de requisitos (arts. 55 y 56), a cuyo examen procederemos en el epígrafe siguiente.

Interesa destacar que el procedimiento de concesión de la autorización varía en función de si la plataforma gestiona o no proyectos de *crowdfunding*. Si la plataforma no se dedica a operaciones de *crowdfunding*, la autorización la concede la Comisión Nacional del Mercado de Valores, conforme al procedimiento ordinario. Sin embargo, si la plataforma gestiona proyectos de *crowdfunding*, entonces el procedimiento de concesión de la autorización es especial, ya que se exige que el Banco de España emita un informe preceptivo y vinculante. Téngase en cuenta que la exigencia de este informe preceptivo y vinculante del Banco de España procederá siempre que la publicación de proyectos de *crowdfunding* sea una posibilidad contemplada en los estatutos sociales de la plataforma. Además, las plataformas de financiación participativa están sujetas a especiales requisitos de publicidad. En concreto, deben ser inscritas en un registro público especial, cuya llevanza corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores³³.

Llegamos aquí a una de las múltiples incongruencias de la actual regulación: aunque *las plataformas* están sujetas a autorización, registro, supervisión y control por parte de la CNMV y del Banco de España, el legislador se ha apresurado a neutralizar el riesgo de que, en caso de pérdida de la inversión (por cualesquiera motivos), los inversores afectados demanden a las instituciones públicas alegando una defectuosa labor de supervisión, con el fin de que los presupuestos públicos les resarzan la pérdida³⁴. En efecto, entre las numerosas obligaciones de información que la plataforma debe cumplir, destaca con singular intensidad la advertencia de que *los proyectos* de financiación participativa no son objeto de autorización ni de supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores ni por el Banco de España (art. 61.1 d) LFFE, véase *infra*). En otras palabras, aunque el Estado ejerce una notoria labor supervisora sobre las plataformas de financiación participativa, se desentiende íntegramente respecto de los proyectos que las mismas publiquen.

3. LOS REQUISITOS PARA EJERCER LA ACTIVIDAD

La obtención y el mantenimiento de la autorización para ejercer la actividad dependen del cumplimiento de una serie de requisitos, previstos como medida de protección de los clientes de la plataforma (tanto de los inversores como de los promotores)³⁵. Estos requisitos son de muy diversa índole y están contemplados en la Ley de forma un tanto desordenada (arts. 55 y 56 LFFE). A efectos de su análisis, los dividiremos en dos categorías: requisitos organizativos y requisitos financieros.

³³ Véase el registro oficial en <www.cnmv.es>

³⁴ Advertía de este riesgo CARRASCO PERERA, A.: «Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial: la financiación participativa a través de plataformas de *crowdfunding*», cit., pág. 196.

³⁵ En el mismo sentido, ARNAL MARTÍNEZ, J. y BRAVO ÁLVAREZ, A. J.: «Un breve estudio de la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial», cit., pág. 35. Un análisis pormenorizado de estos requisitos puede encontrarse en GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L.: *Plataformas de financiación participativa y financiera crowdfunding*, cit., págs. 132 y ss.

3.1. Requisitos organizativos

Se exige, en primer lugar, que la plataforma revista *la forma de una sociedad de capital*, constituida por tiempo indefinido (art. 55 a) LFFE). De esta forma, las plataformas de financiación participativa tendrán que ser sociedades anónimas, limitadas o comanditarias por acciones, y tendrán siempre la condición de empresario por razón de la forma (art. 2 LSC). Es necesario, en segundo lugar, que el *objeto social exclusivo* de la sociedad sea la realización de las actividades propias de las plataformas (art. 51 LFFE) y, en su caso, las actividades propias de una entidad de pago híbrida (según art. 52.3 LFFE). Se exige igualmente que el *domicilio social*, así como su «efectiva administración y dirección» radiquen en territorio nacional o en otro Estado miembro de la Unión Europea (art. 55 b) LFFE).

En tercer lugar, se exige que los *administradores, directores generales y asimilados* de la plataforma (*rectius*, de la sociedad titular de la misma) sean «personas de reconocida honorabilidad empresarial o profesional y posean conocimientos y experiencia adecuados en las materias necesarias para el ejercicio de sus funciones». Aun reconociendo que se trata de una previsión bienintencionada, debemos señalar que está rodeada de una considerable indefinición, ya que no se ofrecen criterios para discernir cuándo ciertos conocimientos y experiencia resultan «adecuados» (por ejemplo, no se precisa un número mínimo de años de experiencia), ni cuáles son las materias «necesarias» para el ejercicio de las funciones de los administradores. Sí precisa la LFFE, sin embargo, qué ha de entenderse por «honorabilidad»: así, concurre honorabilidad «en quienes hayan venido mostrando una conducta personal, comercial y profesional que no arroje dudas sobre su capacidad para desempeñar una gestión sana y prudente de la plataforma», lo cual deberá acreditarse mediante una declaración firmada por cada uno de los administradores, directores generales o asimilados (art. 57 LFFE).

En cuarto lugar, resulta necesario que las plataformas dispongan «de una buena organización administrativa y contable o de procedimientos de control interno adecuados» (art. 55 f) LFFE). Se antoja misterioso, en primer lugar, el uso de la conjunción alternativa «o», dado que una determinada organización no parece ser sustituible por ciertos procedimientos de control. Al contrario, ambos elementos se antojan complementarios. En segundo lugar, este requisito plantea problemas de apreciación subjetiva: ¿Cuándo una organización es «buena»? ¿Cuándo unos procedimientos son «adecuados»? A nuestro juicio, se trata de un requisito cuya concurrencia deberá establecerse caso por caso, en función de la plataforma (del tipo de actividades que desarrolla, de su ámbito territorial, del número de proyectos simultáneamente publicados, del tamaño de los proyectos, etc.). De esta forma, una organización que podría ser «buena» para una plataforma no lo será para otra. Y, en muchos casos, la «bondad» o la «adecuación» de la organización y de los procedimientos solo podrán determinarse *ex post*, esto es, una vez gestionada una determinada operación. En estrecha relación con lo anterior, se exige que las plataformas dispongan «de los medios adecuados para garantizar la seguridad, confidencialidad, fiabilidad y capacidad del servicio prestado por medios electrónicos» (art. 55 g) LFFE).

En quinto lugar, es necesario que las plataformas dispongan de un reglamento interno de conducta que contemple, en particular (aunque nada obsta a que se amplíe) «los posibles conflic-

tos de interés y los términos de la participación de los administradores, directivos, empleados y apoderados en las solicitudes de financiación que se instrumenten a través de la plataforma» (art. 55 h) LFFE). Esta cuestión está relacionada con las normas de conducta que deben regir la actuación de las plataformas, y que serán abordadas en las páginas que siguen.

Por último, se exige la previsión de mecanismos para que, en caso de cese de actividad, se sigan prestando todos o parte de los servicios a los que se comprometió para los proyectos de financiación participativa que hubieran obtenido financiación (art. 55 i) LFFE). En otras palabras, es necesario que, si cesa la actividad, el cese no sea total (o bien se externalice la prestación de los servicios pendientes). El propósito de este requisito es mantener indemnes a los inversores respecto de los avatares que puedan acaecer a la plataforma.

A modo de conclusión parcial, nos interesa destacar que las plataformas de financiación participativa se encuentran sometidas a intensos y abundantes requisitos organizativos. Requisitos que, como veremos, prácticamente no existen en el caso de los promotores de los proyectos de *crowdfunding* (los verdaderos obligados al reembolso del préstamo).

3.2. Requisitos financieros

Las plataformas de financiación participativa deben cumplir una serie de exigentes requisitos de índole financiera (art. 56 LFFE), que a continuación se desgranán. *Prima facie*, estos requisitos constituirían una suerte de garantías para los usuarios, principalmente los inversores. Sin embargo, no deja de sorprender que se impongan estas exigencias a las plataformas cuando, según veremos, las mismas no garantizan la recuperación de las inversiones, y solo responden en caso de incumplimiento de las obligaciones a su cargo (véase *infra*)³⁶.

A) La cobertura

Se establece una primera garantía, consistente en que las plataformas deben «disponer en todo momento» de una determinada cobertura. Dicha cobertura puede instrumentarse, alternativamente, de tres maneras distintas. La primera consiste en disponer de un capital social mínimo de 60.000 euros íntegramente desembolsado en efectivo. Parece, por lo tanto, que no caben aportaciones no dinerarias. Obsérvese que esta exigencia solo afecta a las plataformas que revistan forma de sociedad limitada, dado que las demás ya están obligadas a esa cifra de capital mínimo (art. 4 LSC). Por otra parte, la obligación de que el capital esté íntegramente desembolsado solo afecta a las socieda-

³⁶ Hay voces que abogan por extender la responsabilidad de las plataformas, al considerar un error la exención de cualquier responsabilidad a las plataformas por las pérdidas de quienes confiaron, para decidir sobre su inversión, en los datos, evaluación y análisis de las plataformas. En este sentido, GALACHO ABOLAFIO, A. F.: «*Crowdfunding y shadow banking*: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores», cit., pág. 11.

des anónimas y comanditarias por acciones, dado que las sociedades limitadas tienen la obligación de desembolsar íntegramente el capital en el momento de la constitución (art. 78 LSC)³⁷.

La segunda vía consiste en disponer de un seguro de responsabilidad civil profesional, aval u otra garantía equivalente. Debe permitir a la plataforma hacer frente «a la responsabilidad por negligencia en el ejercicio de su actividad profesional». La LFFE fija determinados umbrales de cobertura mínima (300.000 € por reclamación de daños y 400.000 € anuales para todas las reclamaciones). Recuérdese, una vez más, que esta cobertura no garantiza la pérdida de la inversión por impago del promotor³⁸.

La tercera opción consiste en disponer de una combinación de capital inicial y de seguro de responsabilidad civil profesional, aval u otra garantía que dé lugar a un nivel de cobertura equivalente.

B) *La cifra de recursos propios*

La segunda garantía se refiere a la cifra de recursos propios, entendidos como la suma del capital íntegramente desembolsado, prima de emisión y reservas (art. 56.4 LFFE). Establece la Ley que la cifra de recursos propios depende de un determinado factor, a saber: el importe total de la financiación obtenida en los últimos doce meses por los proyectos publicados en la plataforma. En función de su valor, la cifra de recursos propios tendrá que superar un determinado umbral o ser objeto de incrementos necesarios.

Es fácil apreciar la desproporción que existe entre los requisitos financieros que se imponen a la plataforma y la responsabilidad que la misma es susceptible de soportar, máxime cuando, como ya hemos advertido, no garantiza en modo alguno que los inversores recuperen sus fondos. En otras palabras, si el promotor-prestatario incumple su obligación de devolución del préstamo, los inversores carecen de acción frente a la plataforma. La razón de ser de tan estrictos requisitos financieros permanece, así, en la sombra.

4. LAS NORMAS DE CONDUCTA DE LAS PLATAFORMAS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA

Las normas de conducta que se imponen a las plataformas de financiación participativa también tienen por finalidad principal la protección de los inversores³⁹. La LFFE establece una

³⁷ Debe entenderse que la prohibición de la existencia de dividendos pasivos (mediante la exigencia del íntegro desembolso del capital) solo afecta a la cifra de 60.000 euros. De este modo, cualquier ampliación de capital que se realice por encima de ese importe no estaría sometida a la obligación de íntegro desembolso. Téngase en cuenta que esta exigencia también está prevista en el artículo 55 d) de la LFFE de manera imperativa (sin que parezca ser un requisito opcional).

³⁸ Véase CARRASCO PERERA, A.: «Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial: la financiación participativa a través de plataformas de *crowdfunding*», cit., pág. 196

³⁹ En este sentido, ARNAL MARTÍNEZ, J. y BRAVO ÁLVAREZ, A. J.: «Un breve estudio de la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial», cit., pág. 35.

serie de principios generales que deben guiar la conducta de las plataformas (art. 60.1 LFFE). Se trata del principio de *neutralidad*, del principio de *diligencia*, del principio de *transparencia* y del principio del *mejor interés de los clientes* (que son tanto los promotores como los inversores, art. 60.2 LFFE). Sin dudar de las impecables intenciones del legislador, surgen varios interrogantes que ponen en duda los buenos resultados de estas normas conductuales. Así, ¿qué ocurre en caso de conflicto entre los distintos principios? ¿Cómo se resuelve el eventual antagonismo entre los distintos clientes, esto es, entre los intereses de los promotores y los intereses de los inversores? ¿Están estos principios sometidos a algún tipo de jerarquía? ¿No choca el deber de actuar en mejor interés de los clientes con el principio de neutralidad? Consideramos que el principio de actuar en mejor interés de los clientes consiste, en realidad, en un deber de lealtad, esto es, en la obligación para las plataformas de anteponer los intereses de sus clientes a los suyos propios. Sin embargo, habida cuenta de que tanto los inversores como los promotores son clientes de la plataforma, los intereses de unos y otros estarán a menudo contrapuestos, siendo dudoso, por lo tanto, por la defensa de qué interés ha de decantarse la plataforma.

5. LAS OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN

Los deberes de información que se imponen a las plataformas no solo representan un claro instrumento de protección del inversor en su condición de cliente de la plataforma⁴⁰, sino que constituyen uno de los principales ejes vertebradores de dicha protección. La información que necesariamente debe proporcionarse puede dividirse en dos grandes categorías: por un lado, la información general sobre el funcionamiento de la plataforma (art. 61 LFFE), y, por otro, la información concreta relativa a un determinado proyecto y promotor.

Dejando para más adelante la información particularizada relativa a cada promotor y a cada proyecto, nos centraremos ahora en la información general sobre el funcionamiento de la plataforma⁴¹. Esta información podemos a su vez subdividirla en dos grupos: a) la información básica para el inversor y b) otra información de interés. Estas dos categorías no solo se diferencian en el *contenido*, sino, de manera más relevante, en la *manera* en que la correspondiente información debe proporcionarse o presentarse (arts. 61.2 y 3 LFFE). Así, en el primer caso, la información tiene que aparecer en la página de inicio y la plataforma debe garantizar que el inversor recibe y acepta esta comunicación con carácter previo a la participación en cada proyecto. Este régimen de publicidad más exigente se debe a que determinadas menciones se consideran de especial relevancia para el inversor.

⁴⁰ Al respecto, HERNÁNDEZ SAINZ, E.: «La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y *start-ups* a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)», cit., págs. 10 y ss.

⁴¹ Sobre esta cuestión, ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S.: «Regulación del *crowdinvesting* y *crowdlending*», *El Notario del Siglo XXI: Revista del Colegio Notarial de Madrid*, núm. 61, 2015, págs. 50 a 53; HERNÁNDEZ SAINZ, E.: «La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y *start-ups* a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)», cit., págs. 11 y ss.

5.1. La información básica para el inversor

Esta información debe presentarse, en términos breves y sencillos, en un lugar y forma especialmente destacadas: así, debe constar en la página web de inicio bajo un epígrafe denominado «Información básica para el cliente». Como inmediatamente veremos, las menciones obligatorias constituyen auténticos *disclaimers* que pretenden un doble objetivo: a) advertir al inversor de los ingentes riesgos que corre, con la finalidad de que sea consciente de que opera en un ámbito distinto al de los mercados financieros tradicionales, y sometido a un régimen jurídico diverso; y b) asegurar la indemnidad del Estado en el caso de que la operación resulte fallida.

La primera mención –y probablemente la más importante– es la *advertencia de los riesgos que implica para los inversores* la participación en este tipo de operaciones y, en todo caso, el riesgo de pérdida total o parcial del capital invertido y el riesgo de no obtener el rendimiento dinerario esperado⁴². En otras palabras, debe quedar meridianamente claro que los inversores están sometidos al llamado «riesgo-promotor»⁴³: existe la posibilidad de que el proyecto no reporte rendimiento alguno, o, incluso, que el promotor no utilice los fondos para el destino anunciado. En tales casos, serán los inversores quienes, en última instancia, soporten la pérdida (parcial o total) de su inversión, y, en consecuencia, deben extremar la diligencia a la hora de seleccionar los proyectos a los que conceden fondos. Las plataformas no garantizan en modo alguno la recuperación de la inversión, y tampoco están obligadas legalmente a perseguir el cobro de los préstamos impagados. La gestión del impago eventual del promotor financiado con dinero plural es deficiente, porque no existe alineación de los intereses de la plataforma en perseguir el cobro (para ella, esta persecución es puro coste sin ganancia) con los intereses de los prestamistas quienes, además, desde una perspectiva colectiva, no pueden hacer nada eficaz para perseguir el cobro judicial o extrajudicial de la deuda⁴⁴.

La segunda mención, referida a la *naturaleza de la plataforma*, consiste en advertir que la plataforma de financiación participativa no ostenta la condición de empresa de servicios de inversión, ni de entidad de crédito, y que no está adherida a ningún fondo de garantía de inversiones o fondo de garantía de depósitos. Como puede fácilmente imaginarse, lo relevante no es tanto la naturaleza de la plataforma en sí, sino las devastadoras consecuencias que de ella se siguen: en efecto, lo anterior determina la completa inaplicabilidad de las medidas especiales previstas para situaciones críticas de empresa de servicios de inversión o de entidades de crédito; en particular, la intervención del fondo de garantía de depósitos o de un fondo de garantía de inversiones. En caso de pro-

⁴² También resulta imperativo advertir del riesgo de falta de liquidez de la inversión, cuestión cuya relevancia es mayor en el caso de las operaciones de *equity-crowdfunding* (por ejemplo, en el caso de emisión de participaciones de sociedad limitada).

⁴³ Lo recuerdan ARNAL MARTÍNEZ, J. y BRAVO ÁLVAREZ, A. J.: «Un breve estudio de la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial», cit., pág. 35.

⁴⁴ Insiste en esta idea CARRASCO PERERA, A.: «Consumidores bailando en plataformas de *crowdfunding*», cit., pág. 3; del mismo autor, «El *crowdfunding* que viene», cit., pág. 3.

blemas, el inversor en una operación de *crowdfunding* está abandonado a su suerte, y se insiste en que lo sepa *–rectius*, en que lo pueda saber– desde que ingresa en la página web de la plataforma.

En tercer lugar, debe advertirse de que los *proyectos* de financiación participativa no son objeto de autorización ni de supervisión por la CNMV ni por el Banco de España y de que la información facilitada por el promotor no ha sido revisada por ellos. De esta forma se neutraliza el riesgo, ya apuntado en páginas anteriores, de que finalmente se reclame responsabilidad a las instituciones públicas⁴⁵. Obsérvese, en cualquier caso, que la regulación resulta cuando menos curiosa, habida cuenta de que las plataformas sí son objeto de autorización, registro, supervisión y control por parte de las instituciones públicas; las mismas que, posteriormente, se desentienden íntegramente respecto de las operaciones que desarrollan tales plataformas. Parece no estar clara –o, al menos, adolece de una cierta incongruencia– la implicación de los poderes públicos.

Por último, también se exige que se proporcione información básica sobre la *relación contractual* que media entre la plataforma y el inversor (en concreto, las tarifas aplicables, el procedimiento de contratación y la forma de facturación).

Así las cosas, en esa lista de advertencias mínimas se incluyen de manera bastante exhaustiva los riesgos a que se enfrentará el inversor. Sin embargo, no se prevé *ni una sola referencia* a los riesgos de selección incorrecta de las inversiones a realizar por falta de información suficiente o de los conocimientos, experiencia y preparación necesarios que le permitan seleccionar los proyectos más idóneos y acordes con sus posibilidades de inversión, situación financiera y nivel de aversión al riesgo⁴⁶. Por otra parte, téngase en cuenta que la mera publicación de esta información en la web no garantiza que sea leída por el inversor. Por eso, el legislador ha dado un paso más para lograr que, efectivamente, los inversores tomen conciencia de que están operando en un ámbito diferente y con reglas diversas. Analizaremos estas medidas más adelante (véase *infra*).

5.2. Otra información de interés

La LFFE prevé otro conjunto de menciones que deben incluirse en la web de forma accesible, permanente, actualizada, gratuita y fácilmente visible, aunque, a diferencia de la información básica, no es necesario que se incluyan en la página web de inicio (art. 61.2 LFFE)⁴⁷. Entre estas menciones destacan la información sobre el propio funcionamiento básico de la plataforma (incluidos los criterios de selección de los proyectos de financiación participativa); la forma en la que

⁴⁵ *Ibidem*.

⁴⁶ Véase HERNÁNDEZ SAINZ, E.: «La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y *start-ups* a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)», cit., págs. 11 y ss.

⁴⁷ Extensamente sobre esta cuestión, HERNÁNDEZ SAINZ, E.: «La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y *start-ups* a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)», cit., págs. 12 y ss.

se recibe y trata la información suministrada por los promotores; los criterios para su publicación (que deberán ser homogéneos y no discriminatorios); las medidas y los medios organizativos adoptados para minimizar los conflictos de interés, el riesgo de fraude y el riesgo operacional, etc.⁴⁸.

Entre estas menciones, y dentro del ámbito del presente trabajo, destacan los procedimientos y medios para la *presentación de quejas y reclamaciones* por parte de los clientes y los procedimientos para resolverlos (art. 61.1 k) LFFE). A este respecto, las plataformas tienen el deber legal de contar con un departamento o servicio de atención al cliente encargado de atender –y resolver– las quejas y reclamaciones de los inversores. También tienen la posibilidad de designar un defensor del cliente, que habrá de ser una entidad o experto independiente de reconocido prestigio, y a quien corresponderá atender y resolver las reclamaciones que se sometan a su decisión, así como promover el cumplimiento de la normativa de transparencia y protección de la clientela y de las buenas prácticas y usos financieros⁴⁹. Si la reclamación o queja previa ante el departamento de atención al cliente o el defensor del cliente no es admitida a trámite, no ha sido tramitada en plazo o la resolución ha sido desfavorable al cliente, podrá presentarse reclamación ante el servicio de reclamaciones de la CNMV (arts. 29 y 30 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, aplicables en virtud del art. 85 LFFE)⁵⁰.

6. TRATAMIENTO DE LOS CONFLICTOS DE INTERÉS

El tratamiento de los conflictos de interés constituye una cuestión que preocupa mucho al legislador (art. 62 LFFE), en la medida en que un inadecuado tratamiento puede suponer un considerable perjuicio a los usuarios, tanto inversores como promotores.

El tratamiento de estos conflictos se articula en torno a tres medidas. En primer lugar, se impone a las plataformas la obligación de establecer y aplicar una *política efectiva en materia de conflictos de interés* (con el fin de identificarlos, evitarlos y solucionarlos si ya han surgido) (art. 62.1 LFFE). Es necesario que esa política se haga pública en su página web (como hemos visto) y se ajuste al tamaño y organización de la plataforma, así como a la naturaleza, escala y complejidad de sus negocios. En segundo lugar, se prohíben determinadas actuaciones por parte de los *administradores, altos directivos y empleados de la plataforma*: no pueden realizar actividades susceptibles de dar lugar a un conflicto de interés, ni hacer un uso inadecuado o divulgar indebidamente información confidencial.

⁴⁸ Véase el artículo 61.1, letras a), e), f), g), i), j), k), l), m), n) de la LFFE.

⁴⁹ Tal designación puede hacerse bien individualmente, o bien para varias plataformas agrupadas por ramas de actividad, proximidad geográfica, volumen de negocio o cualquier otro criterio.

⁵⁰ Al funcionamiento de estos departamentos y servicios de atención al cliente y al defensor del cliente le son de aplicación las disposiciones de la Orden ECO/734/2004, de 11 de marzo, sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras. En detalle, HERNÁNDEZ SAINZ, E.: «La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y *start-ups* a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)», cit., pág. 14.

Por ejemplo, no pueden reservarse oportunidades de negocio, ni aprovecharse de oportunidades de inversión, o abusar con fines personales de la información a la cual hayan accedido en el ejercicio de su cargo. Tampoco pueden realizar recomendaciones personalizadas a los inversores sobre los proyectos publicados en la plataforma de financiación participativa (como también lo tiene prohibido la propia plataforma, art. 52 LFFE). Se restringe igualmente la posible actividad de asesoramiento, por parte de los *socios* de la plataforma, a inversores sobre los proyectos publicados en la misma⁵¹.

Una cuestión íntimamente relacionada con los conflictos de interés es la de los *proyectos vinculados* (art. 63 LFFE), esto es, la participación (como inversor o como promotor) de la plataforma en proyectos que publica en su propia web o en las webs de otras plataformas⁵². El actual régimen legal permite a las plataformas participar, como inversoras o como promotoras, en proyectos publicados *en su propia web*, siempre y cuando se cumplan una serie de límites cuantitativos y cualitativos⁵³, así como determinados deberes de publicidad y transparencia encaminados a advertir a los inversores de la participación de la plataforma en tales proyectos⁵⁴. Sin embargo, en contraste con la permisividad anterior (que resulta, cuando menos, cuestionable), las plataformas tienen vetado participar –bien como inversoras, bien como promotoras– en proyectos publicados por *otras plataformas*, sin excepciones (art. 63.4 LFFE). La racionalidad subyacente a estas reglas resulta incomprensible: los conflictos de intereses son más susceptibles de ocurrir si la plataforma participa en proyectos de su propia web, y no en las webs de otras plataformas. Además, si, como hemos visto, la conducta de las plataformas ha de regirse por los principios de neutralidad, diligencia y transparencia y con arreglo al interés del cliente (art. 60.1 LFFE), la posibilidad de participar en los proyectos financiados a través de sus plataformas habría de estar vetada. En efecto, en los proyectos vinculados se da una insoslayable oposición con el principio de neutralidad, al coincidir en el mismo sujeto las figuras de plataforma y promotor o inversor y romperse el triángulo esencial

⁵¹ Los socios solo podrán asesorar sobre esta cuestión a los inversores si están autorizados a prestar el servicio de asesoramiento financiero al que se refiere el artículo 63.1 g) de la LMV y aplican una política efectiva en materia de conflictos de intereses.

⁵² La LFFE contempla un amplio elenco de personas asimiladas a la plataforma a efectos de los límites a los proyectos vinculados (art. 63.3). Es el caso, por ejemplo, de los administradores, altos ejecutivos y socios con participación significativa de las plataformas de financiación participativa, etc.

⁵³ Las plataformas pueden participar como inversoras en proyectos publicados en sus propias webs siempre y cuando tal participación no supere el 10% del objetivo de financiación de cada proyecto. También se prohíbe que, en proyectos de *equity-crowdfunding*, la plataforma adquiera participaciones que le permitan controlar a la sociedad promotora (en el sentido del art. 42 CCom.). Por otra parte, la plataforma puede ser promotora en proyectos de su propia web siempre y cuando el objetivo de financiación agregado de dichos proyectos no supere en cada ejercicio el 10% de los fondos efectivamente recaudados por todos los proyectos de financiación participativa publicados en su página web en el ejercicio inmediatamente anterior.

⁵⁴ Si la plataforma participa como inversora en proyectos publicados en su propia web, debe informar a los inversores de forma clara y accesible del importe de su participación y de la participación de personas asimiladas en cada proyecto. Asimismo, publicarán en la web los criterios de su política interna para decidir su participación en los proyectos. Por otra parte, las plataformas deben informar «inmediatamente» a los inversores, de forma clara y accesible de los proyectos de los que ellas o las personas asimiladas sean promotores (art. 63.3 LFFE).

de relaciones presentes en la concepción jurídica del *crowdlending* prevista por la LFFE⁵⁵. Así las cosas, difícilmente puede negarse el conflicto de interés que se produce en este tipo de situaciones, ya que, mediante la participación en un determinado proyecto, la plataforma puede influir de manera significativa en la decisión de los inversores, quienes, a buen seguro, percibirán la inversión de la propia plataforma en alguno de los proyectos como una especie de garantía de éxito. Lo anterior trae causa en una de las principales cuestiones en torno al fenómeno del *crowdfunding*, esto es, la asimetría de información entre los diferentes agentes implicados. Y es que la inevitable conclusión a la cual puede llegar un inversor es que la plataforma invierte en uno de los proyectos ofertados, o incluso en algún proyecto en el que la plataforma es a su vez promotora, con base en una información de la cual dispone y a la que no ha tenido acceso el resto de potenciales inversores. Ello es todavía más grave en la medida en que puede conducir a una sesgada expectativa de beneficios de la que, como ha quedado claro, la plataforma no responderá ante el posible fracaso del promotor.

7. ASPECTOS PUBLICITARIOS

Como cualquier otro empresario, las plataformas de financiación participativa pueden publicitar y realizar comunicaciones de carácter comercial sobre su actividad profesional general (art. 64.1 LFFE). Sin embargo, si la publicidad se refiere a proyectos concretos, la selección de los mismos debe basarse en criterios *objetivos* y *no discriminatorios* sobre los que se informará a los clientes (art. 64.2 LFFE). A nuestro juicio, sin embargo, esta posibilidad resulta contraria a los principios que deben guiar la conducta de las plataformas, en particular el deber de neutralidad (cuyo necesario respeto recuerda el art. 64.3 LFFE). No alcanzamos a vislumbrar de qué manera una plataforma puede publicitar solo determinados proyectos y, al mismo tiempo, ser neutral.

8. CONSECUENCIAS DEL INCUMPLIMIENTO DE LAS OBLIGACIONES RELATIVAS A LAS PLATAFORMAS

Si las plataformas incumplen las obligaciones descritas en las páginas que anteceden, pueden darse consecuencias de diversa índole: jurídico-pública y jurídico-privada. En este epígrafe nos centraremos en los incumplimientos imputables a las plataformas, dejando para más adelante el análisis de las consecuencias de los incumplimientos imputables a los promotores (véase *infra*).

En primer lugar, las plataformas de financiación participativa están sujetas a la supervisión por parte de la CNMV. Si además realizan operaciones de *crowdlending*, se prevé la expresa cooperación y colaboración del Banco de España (art. 90.2 LFFE). El incumplimiento de las obligaciones descritas en las páginas anteriores puede dar lugar a la imposición de sanciones administrativas, que variarán en función de la naturaleza (grave o muy grave) de las infracciones (arts. 92 y 93 LFFE).

⁵⁵ Véase, en este sentido, GALACHO ABOLAFIO, A. F.: «*Crowdfunding y shadowbanking*: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores», cit., pág. 10.

Sin embargo, la imposición de sanciones administrativas a las plataformas no remedia los perjuicios sufridos por cada inversor como consecuencia de decisiones equivocadas, motivadas por la falta de información suficiente o por el contenido engañoso o inexacto de la información publicada. Para ello existen determinados remedios de índole jurídico-privada cuyo empleo –dependiendo de las circunstancias– puede ser útil. Una primera opción consiste en la anulación, *por vicios del consentimiento*, del contrato celebrado por el inversor con la plataforma. En efecto, ante el incumplimiento de los deberes de información (art. 61 LFFE) y de las obligaciones relativas a las manifestaciones del inversor (arts. 83 y 84 LFFE, que serán analizados posteriormente), el inversor podría instar la nulidad del contrato de acceso a la plataforma amparándose en la existencia de vicios del consentimiento, esencialmente error o dolo (arts. 1.300 y ss. CC). De anularse el contrato, la plataforma debería abonar al cliente todas las cantidades satisfechas (art. 1.303 CC). El inversor podrá alegar error si el incumplimiento de las obligaciones de información le ha provocado una falsa representación sobre los elementos esenciales del contrato que suscribía con la plataforma, afectando a la formación de su voluntad (por ejemplo, porque no se le haya informado sobre las tarifas que cobra la plataforma y, por lo tanto, desconocía el precio del contrato). Si el error no recae sobre la sustancia de la cosa objeto del contrato o sobre las condiciones que principalmente hubiesen dado motivo a celebrarlo, la acción de nulidad no prosperará. Pero, además, solo prosperará la demanda de anulación fundada en el error si este era excusable, esto es, si no se pudo evitar con una diligencia de grado medio. Así no cabrá que alegue error si recibió la información, pero no la leyó⁵⁶.

III. MEDIDAS DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR RELATIVAS A LOS PROMOTORES Y LOS PROYECTOS

En una operación de *crowdlending*, el proyecto es una operación de préstamo en el cual el promotor es el prestatario. La LFFE regula las condiciones que deben reunir tanto uno como otro. A continuación, desgranaremos los aspectos regulatorios relativos a los promotores y a los proyectos que sean susceptibles de incidir en la protección de los inversores.

1. MEDIDAS RELATIVAS A LOS PROMOTORES

Los promotores pueden ser tanto personas físicas como jurídicas⁵⁷. Los promotores (si son personas físicas) o los socios y administradores de la entidad promotora (si es una persona jurí-

⁵⁶ Seguimos aquí, de manera literal, a HERNÁNDEZ SAINZ, E.: «La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y *start-ups* a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)», cit., pág. 24.

⁵⁷ Si promotor es persona jurídica, debe estar válidamente constituido en España u otro Estado miembro de la Unión Europea. Si promotor es persona física, su residencia fiscal debe estar en España u otro Estado miembro de la Unión Europea.

dica) no pueden hallarse inhabilitados conforme a la Ley Concursal o normativa equivalente de la Unión Europea. Tampoco pueden estar cumpliendo condena por la comisión de delitos o faltas contra el patrimonio, el blanqueo de capitales, el orden socioeconómico, la Hacienda Pública o la Seguridad Social. Nada obsta, sin embargo, a que sean promotores personas cuya inhabilitación (conforme a la Ley Concursal) o condena (al amparo del Código Penal) ya haya transcurrido, por mucho que continúen teniendo este tipo de antecedentes. A nuestro juicio, los requisitos legales resultan quizá demasiado laxos, y nada obsta a que la plataforma incremente el nivel de exigencia en relación con estas personas. Por otra parte, parece que las plataformas deberán confiar en las manifestaciones que, al respecto, realicen los promotores, en la medida en que no parecen tener la obligación (ni tampoco los medios) para comprobar que no concurre inhabilitación ni condena.

El promotor (prestatario) puede ser un consumidor o no serlo. Esta cuestión resulta de vital importancia, tanto por la especial protección que el promotor-consumidor puede requerir (y que no constituye el objeto de nuestra investigación), como por el mayor riesgo de pérdida de la inversión que ello conlleva. Asimismo, recuérdese que, como acaba de verse, una plataforma de financiación participativa puede ser ella misma promotora de uno o varios proyectos en su web (art. 63.2 LFFE), mas no puede serlo en la web de otra plataforma (art. 63.4 LFFE).

Por último, obsérvese que no todas las *formas de financiación participativa* resultan compatibles con cualquier *tipo de promotor*. En efecto, el *equity-crowdfunding* solo resulta posible si el promotor es una sociedad de capital (cuyas acciones o participaciones constituirán el objeto de la inversión). Sin embargo, el *crowdlending* es apto para cualquier tipo de promotor.

2. MEDIDAS RELATIVAS A LOS PROYECTOS

Los proyectos de financiación participativa deben cumplir una serie de requisitos, algunos positivos y otros negativos (art. 49 LFFE)⁵⁸. Nos limitaremos aquí al análisis de los requisitos que afectan a los proyectos de *crowdlending*.

2.1. Requisitos positivos

Los requisitos positivos (esto es, cuya concurrencia resulta obligada) son cumulativos, de manera que deben concurrir todos a la vez. El primero de ellos se refiere a los *destinatarios del proyecto* (esto es, a los inversores): así, el proyecto debe «estar dirigido a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que, invirtiendo de forma profesional o no, esperan obtener un rendimiento dinerario».

⁵⁸ Como apuntan ARNAL MARTÍNEZ, J. y BRAVO ÁLVAREZ, A. J.: «Un breve estudio de la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial», cit., pág. 34, se introducen limitaciones al tipo de proyectos que pueden ser publicados, con lo que se asegura que los fondos captados sean destinados directamente a financiar la economía real. Un análisis detallado de los elementos que deben concurrir en los proyectos de *crowdfunding* puede encontrarse en GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L.: *Plataformas de financiación participativa y financial crowdfunding*, cit., págs. 251 y ss.

Es necesario, por lo tanto, que la participación en el proyecto se oferte a una masa de personas, si bien ello no prejuzga el número definitivo de inversores. En efecto, es posible que un proyecto salga adelante con un único inversor, siempre y cuando la oferta de participar se haya realizado de forma pública y, por lo tanto, al menos potencialmente, la participación hubiese podido ser masiva. Los inversores, tanto personas físicas como jurídicas, pueden «invertir de forma profesional o no», lo cual abre la puerta tanto a la dicotomía inversor consumidor *versus* inversor empresario, como a la dicotomía inversor acreditado *versus* no acreditado (que analizaremos más adelante, véase *infra*).

El segundo requisito se refiere a los *creadores del proyecto* (los *promotores*), que deberán ser personas físicas o jurídicas que solicitan la financiación en nombre propio⁵⁹; y el tercer requisito versa sobre el *destino de los fondos*: la financiación debe destinarse exclusivamente a un proyecto concreto del promotor.

El siguiente requisito afecta al *contenido del proyecto*. La LFFE solo ampara tres tipos de proyectos: empresariales, formativos o de consumo. Un proyecto *empresarial*, en sentido amplio, abarcará cualquier actividad industrial, comercial o de servicios. Por lo que respecta a los proyectos *formativos*, y ante el silencio legal, ha de entenderse que tienen cabida en esta categoría tanto aquellos que resulten formativos para el promotor, como aquellos que incidan en la formación de los inversores, e incluso los que sirvan a la formación de terceros (o de la sociedad en general). Obsérvese que el carácter formativo no está necesariamente reñido con el carácter empresarial (por ejemplo, en la constitución de una universidad privada concurren ambos aspectos). Por último, los proyectos de *crowdfunding* también pueden ser *de consumo*, esto es, servir a la financiación puramente consumista del promotor, quien podrá recurrir a este mecanismo con el fin de conseguir fondos para adquirir una vivienda⁶⁰, un automóvil o un reloj. En otras palabras, el *crowdfunding* constituye una vía válida de acceso al crédito al consumo.

2.2. Requisitos negativos

La LFFE también contempla una serie de proyectos prohibidos (art. 49 c) LFFE). La racionalidad subyacente a todas las prohibiciones es la misma: evitar que, indirectamente, se realice una de las actividades muy reguladas que están vetadas a las plataformas de financiación participativa (art. 52 LFFE, véase *supra*).

La prohibición más relacionada con el *crowdfunding* es aquella que veta los proyectos cuya finalidad sea la financiación profesional de terceros, y en particular la concesión de créditos o

⁵⁹ Como recuerda CAMACHO CLAVIJO, S.: «El *crowdfunding*: régimen jurídico de la financiación participativa en la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial», cit., pág. 101, aunque la ley no lo dice de forma expresa se interpreta que queda excluida una actuación indirecta, es decir, que los proyectos sean solicitados por promotores en nombre propio, pero por cuenta ajena.

⁶⁰ Recuérdese, en todo caso, que existe una prohibición de garantía en relación con los proyectos de *crowdfunding*, dado que no pueden incorporar una garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual del prestatario (art. 74.2 LFFE).

préstamos. La prohibición se refiere aquí a la actividad del promotor, esto es, se veta que el promotor capte fondos para, a su vez, financiar profesionalmente a terceros.

2.3. Límites

Los proyectos están sometidos a muchos límites, cuya finalidad también está relacionada con la protección de los inversores. Como inmediatamente veremos, el diseño legal de estos límites deja mucho que desear, en la medida en que resulta perfectamente posible sortearlos sin dificultad. Nos limitaremos al análisis de los límites que marca la LFFE y cuyo cumplimiento es, por lo tanto, imperativo. No entraremos en otro tipo de marcadores que también afectan a cada proyecto, aunque son fijados por el propio promotor y de carácter claramente flexible (art. 69 LFFE)⁶¹.

El primer límite se refiere al *número de proyectos* que un mismo promotor puede tener simultáneamente publicados en una misma plataforma. Ese número es *uno* (art. 68.1 LFFE). Nada impide, sin embargo, que un mismo promotor esté detrás de varios proyectos simultáneos, siempre y cuando estén publicados en plataformas *distintas*. Por otra parte, tampoco habría problema en que, en cuanto un proyecto llegue a su fin, el mismo promotor publique otro proyecto en la misma plataforma, ya que entonces no concurriría la nota de simultaneidad.

En segundo límite es el relativo al *importe máximo de captación* (art. 68.2 LFFE), que no podrá superar los dos millones de euros por proyecto a través de cada plataforma⁶². Cuando el proyecto se dirija exclusivamente a inversores acreditados (véase *infra*), el importe máximo anterior podrá alcanzar los cinco millones de euros. Si el proyecto se dirige indistintamente a cualquier tipo de inversor, entendemos que entonces se aplica el límite inferior (de dos millones de euros). Como puede verse, se trata de umbrales nada desdeñables, máxime cuando, como acabamos de ver, es posible que un mismo promotor publique proyectos en distintas plataformas. Dado que el importe máximo se aplica por proyecto (y no por promotor), es posible que la deuda

⁶¹ Los proyectos también están sometidos a un límite temporal, dado que es necesario el establecimiento de un plazo máximo para que los inversores puedan participar en el mismo (art. 69.1 LFFE). Y también se exige, en último lugar, la fijación de un objetivo de financiación (que la LFFE denomina «límite cuantitativo del proyecto»), y su concreción compete al promotor, y constituye tanto un límite máximo (art. 69.2 LFFE) como un límite mínimo (art. 69.4 LFFE), de tal forma que la recaudación debe moverse entre ambas cifras. Estos límites no constituyen propiamente límites legales a los proyectos, dado que, por un lado, es el propio promotor quien los fija y, por otro, porque son relativamente flexibles (art. 69.2 y 4 LFFE). En efecto, las plataformas pueden establecer en sus reglas de funcionamiento que el objetivo de financiación y el plazo máximo puedan ser superados hasta en un 25%, siempre que se informe, con carácter previo a la inversión, de tal posibilidad y de los supuestos que dan lugar a la misma (art. 69.2 LFFE). Por otra parte, cuando no se alcanza el objetivo de financiación dentro del plazo fijado, es necesario proceder a la devolución de las cantidades aportadas (art. 69.4 LFFE). Pues bien, en relación con el límite mínimo, también se prevé una medida de flexibilización: las plataformas pueden establecer en sus reglas de funcionamiento que el proyecto reciba la financiación, siempre y cuando se den ciertos requisitos (art. 69.5 LFFE).

⁶² Es posible, sin embargo, la realización de sucesivas rondas de financiación que no superen el citado importe en cómputo anual.

acumulada por un determinado promotor sea ingente, con el consiguiente incremento del riesgo asociado a este tipo de operaciones.

La imperactividad del cumplimiento de estos límites se traduce en las obligaciones que la LFFE impone a las plataformas en relación con los mismos. Así, la plataforma deberá evaluar con la debida diligencia la admisión de proyectos de financiación y su adecuación a los requisitos establecidos (art. 66.1). En particular, debe asegurarse de que ningún promotor tiene simultáneamente publicado en la plataforma más de un proyecto (art. 68.1 LFFE).

3. INFORMACIÓN SOBRE EL PROMOTOR Y EL PROYECTO

A las obligaciones de información genérica que ya han sido objeto de estudio en las páginas que anteceden (véase *supra*), se añaden una serie de obligaciones específicas de proporcionar información sobre el promotor y sobre el proyecto⁶³. A su vez, esta información se subdivide entre aquella que debe darse en todo caso, con independencia del contenido del proyecto, y aquella que solo deberá proporcionarse cuando el contenido del proyecto sea uno en concreto.

3.1. Información general

Existe una información que debe darse en todo caso, con independencia del contenido específico del proyecto (art. 70.1 LFFE). No plantea dudas que la finalidad de esta información está relacionada con la protección de los inversores. La Ley se limita a fijar el *estándar del contenido mínimo* de información («El proyecto deberá contener, al menos, ...»). Nada obsta, en este sentido, a que la plataforma exija –o el promotor, a iniciativa propia, incluya– más información. En otras palabras, es posible que la plataforma incremente el estándar mínimo de información o que el promotor decida prodigarse en datos, quizá como estrategia para conseguir más inversores.

La información mínima consiste en una descripción del proyecto; descripción que debe cumplir varios requisitos. En primer lugar, debe ser «concisa», esto es, breve y pertinente. En segundo lugar, debe proporcionarse en un lenguaje no técnico. En tercer lugar, debe proporcionar la información necesaria para permitir a un «inversor medio» un «juicio fundado» sobre la decisión de financiación del proyecto. Obsérvese que la LFFE no detalla en qué debe consistir esa descripción, de modo que existe un importante margen de discrecionalidad. Esta discrecionalidad queda, en buena medida, neutralizada por las exigencias de información que se imponen específicamente a los proyectos de *crowdfunding* (arts. 74 y ss. LFFE).

⁶³ Sobre esta cuestión, ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S.: «Regulación del *crowdinvesting* y *crowdfunding*», cit., págs. 50 a 53; HERNÁNDEZ SAINZ, E.: «La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y *start-ups* a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)», cit., pág. 20; MARÍN LÓPEZ, M. J.: «*Crowdfunding*, intermediarios de crédito y préstamos al consumo en la Ley 5/2015», *Diario La Ley*, núm. 8.575, 2015, pág. 3.

Llama la atención la utilización de conceptos jurídicos indeterminados y en apariencia no coincidentes para delimitar el perímetro de la información de obligada difusión: así, se habla por un lado de «información relevante», y, por otro, de «información que un inversor medio necesita para formarse un juicio fundado sobre la decisión de financiación del proyecto». Por otra parte, la LFFE no define qué ha de entenderse por «inversor medio», aunque puede entenderse que se trata de una persona sensata y razonable que negocia con cierta habitualidad en este concreto mercado y realiza inversiones del tipo de las que se producen en el ámbito de las plataformas de financiación participativa. No se trata de un «inversor medio en general», sino de un «inversor medio en plataformas de *crowdfunding*». Dado que estas plataformas están abiertas al público en general, entendemos que el estándar mínimo es inferior al que se plantearía en otros entornos (por ejemplo, en el mercado de valores).

El siguiente paso consiste en determinar qué información necesita ese inversor medio para formarse un juicio fundado sobre la decisión de participar en el proyecto. No parece que sean necesarios datos financieros y económicos muy detallados, aunque sí las conclusiones fundamentales que se desprenden de ellos. El objetivo último, recuérdese, es la comprensión de las posibles ventajas y riesgos de la operación de inversión propuesta por el promotor. La información ha de considerarse necesaria para formarse un juicio fundado siempre que, en un análisis *ex ante*, esto es, atendidas las circunstancias concurrentes en el momento en que se adoptó la decisión de inversión, se considere probable que un inversor medio hubiese adoptado una decisión distinta de la que adoptó, caso de haber conocido la información omitida. En cualquier caso, debe atenderse siempre a las concretas circunstancias del promotor: en proyectos empresariales en estadios muy iniciales, la formación de un juicio fundado no resulta sencilla aunque se difundan todos los datos e informaciones existentes, debido a que la falta de actividad previa impide hacer previsiones sobre potenciales resultados o riesgos futuros. No se establece ninguna excepción a esta regla general, lo cual puede despertar el temor de los promotores de que al divulgar su proyecto de negocio otros se apropien de su idea. El legislador ha querido primar aquí la protección del inversor sobre los particulares intereses del promotor⁶⁴.

3.2. Información específica en el *crowdlending*

Dependiendo del contenido concreto del proyecto, deben incluirse menciones específicas en la información relativa al mismo. Únicamente haremos referencia, en este epígrafe, a la información que debe darse cuando el proyecto es de *crowdlending*, esto es, cuando consiste en la concesión de préstamos (arts. 75 y 76 LFFE)⁶⁵.

⁶⁴ De nuevo, seguimos aquí a HERNÁNDEZ SAINZ, E.: «La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y *start-ups* a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)», cit., pág. 20.

⁶⁵ Existe otra información que solo debe proporcionarse cuando la captación de financiación se hace mediante emisión de acciones, participaciones u otros valores representativos de capital y obligaciones (*equity crowdfunding*) (arts. 78 y 79 LFFE).

A) Información específica sobre el promotor

La Ley obliga a proporcionar información específica sobre el promotor que capta financiación mediante préstamos (art. 75 LFFE). Las exigencias difieren en función de si promotor es persona física o jurídica. Si promotor es *persona jurídica*, necesariamente deberá constar «la descripción de la misma, de sus órganos sociales y del plan de sus actividades, la identidad y currículum vitae de sus administradores y directores, la denominación social, el domicilio social, la dirección del dominio de Internet y el número de registro, la forma de organización social, el número de empleados, la descripción de la situación financiera, la estructura de capital social y de endeudamiento, y los estatutos sociales» (art. 78, por remisión del art. 75.1 LFFE). Como puede apreciarse, las exigencias legales resultan reiterativas (por ejemplo, se exige separadamente una descripción de la sociedad y la mención de su denominación social y forma de organización, datos que resultan esencialmente coincidentes). Una vez más, se trata de la información mínima («los proyectos contendrán [...] *al menos*»), de modo que es posible ampliarla tanto por exigencia de la plataforma como a iniciativa del propio promotor.

Si el promotor es una *persona física* (art. 75.2 LFFE), la información mínima necesaria estaría integrada por el currículum vitae, el domicilio, a efectos de notificaciones, y la descripción de la situación financiera y endeudamiento. En relación con esto último, obsérvese que resultan tan importantes los activos del promotor como los pasivos a su cargo, de modo que no bastaría con aportar copia de la última nómina o de la última declaración del IRPF. Obviamente, debe tratarse de una información reciente y actualizada. Y, de nuevo, se trata del contenido mínimo de la información, que podrá ampliarse a instancia de la plataforma o del promotor.

En cuanto al deber de la plataforma de publicar esta información, se prevé una interesante especialidad (art. 75.3 LFFE): la plataforma puede «ocultar preliminarmente la identidad de los promotores, siempre que garanticen que los inversores puedan conocer tal identidad en alguna fase anterior a la efectiva aportación de fondos». Interpretamos que los únicos datos que pueden ocultarse son aquellos que permiten la efectiva identificación del promotor (nombre y apellidos, o denominación social), mas no el resto de datos. Es de esperar que esta ocultación se produzca a instancia del promotor, deseoso de mantener el anonimato preliminarmente.

B) Información específica sobre el préstamo

Con una cuestionable técnica legislativa, la LFFE describe la información específica que debe proporcionarse sobre los préstamos. Por un lado, se establece la información mínima (los proyectos contendrán «al menos», art. 76.1 LFFE), mientras que, por otro, se fijan determinadas especificaciones respecto de esa información mínima («en particular, deberán incorporar» ... «al objeto de clarificar las condiciones en las que promotor e inversores participan en el proyecto», art. 76.2 LFFE). Una vez más, las menciones que requiere la LFFE resultan, en buena medida, reiterativas.

Así, se requiere una breve descripción de las características esenciales del préstamo (importe del principal, tipo de interés, plazo y sistema de amortización) y de los riesgos asociados a la financiación

(impago, retrasos en la devolución). También debe constar el modo de formalización del préstamo, así como una descripción de los derechos vinculados a los préstamos y su forma de ejercicio, incluida cualquier limitación de esos derechos. Se incluirá información sobre la remuneración y amortización de los préstamos, y limitaciones a la cesión de los mismos. Asimismo, deberá constar el tipo de préstamo (que también podrá ser participativo), importe total del mismo y la duración del contrato, así como la tasa anual equivalente. Información cuya exigencia se reitera al exigir la constancia del «coste total del préstamo incluyendo los intereses, las comisiones, los impuestos y cualquier otro tipo de gastos incluyendo los de servicios accesorios con excepción de los de notaría». Asimismo, debe aparecer la tabla de amortizaciones (con el importe, el número y la periodicidad de los pagos que deberá efectuar el promotor), así como el tipo de interés de demora, las modalidades para su adaptación y, cuando procedan, los gastos por impago y una advertencia sobre las consecuencias en caso de impago. Finalmente, deben mencionarse, en su caso, las garantías aportadas, la existencia o ausencia de derecho de desistimiento y de reembolso anticipado y eventual derecho de los prestamistas a recibir indemnización⁶⁶. Obsérvese que muchas de estas menciones pretenden proteger más bien al promotor prestatario (que, recuérdese, puede ser un consumidor) que al inversor prestamista.

C) Obligaciones de la plataforma en relación con la información relativa al proyecto

La plataforma tiene varios deberes relacionados con la información concretamente referida a un proyecto. Por un lado, tiene la obligación de publicar toda la información mencionada en las páginas que anteceden. Entendemos que toda esta información deberá constar en la página web desde el momento de la publicación del proyecto del *crowdlending*. También debe asegurarse de que la información publicada sea completa (art. 71.1 LFFE), esto es, que no se omita ninguna de las menciones obligatorias que contempla la LFFE. Obsérvese que el deber de la plataforma se limita a comprobar que la información sea completa, sin que sea necesario comprobar su veracidad.

Pesa también sobre la plataforma el deber de publicar «toda otra información relevante que obre en su poder sobre el proyecto o los promotores» (art. 71.2). La LFFE no aclara qué ha de entenderse por información «relevante», de modo que su determinación corresponderá a la plataforma, lo cual hace peligrar la neutralidad que debe guiar la conducta de la misma (art. 60.1 LFFE). El tenor literal de la norma parece indicar que la plataforma deberá publicar esa información sin consultárselo a los promotores e, incluso, ante su oposición. De nuevo, ello pone en tela de juicio la actuación de la plataforma en el mejor interés de sus clientes (art. 60.1 LFFE), en la medida en que los promotores también son clientes y esta concreta actuación puede perjudicarles, por mucho que beneficie a los otros clientes de la plataforma (los inversores). Entendemos que la obligación de publicar cualquier información relevante también aplica cuando tal información sea de dominio público (por ejemplo, porque esté en la prensa o haya sido difundida en internet o a través de las redes sociales). En otras palabras, el hecho de que esta información resulte accesible para todo el mundo no exime a la plataforma de la obligación de publicarla.

⁶⁶ Recuérdese que la LFFE prohíbe los préstamos o créditos con garantía hipotecaria cuando el promotor sea un consumidor (art. 87 LFFE).

Si la plataforma decide habilitar un canal de comunicación entre el promotor y los inversores potenciales (lo cual es opcional), deberá «garantizar que toda la información que se envíe a través de ese canal sea accesible al resto de inversores potenciales a través de su publicación en un lugar fácilmente visible de la página web de la plataforma» (art. 72.1 LFFE). De esta forma, no solo se canalizan las preguntas de los inversores, sino que también se aseguran que tanto esas preguntas como las respuestas del promotor sean accesibles para el público en general.

Adicionalmente, las plataformas deben actualizar *diariamente* tres datos de la página web (art. 72.2 LFFE): a) el estado de participación en el proyecto, b) el porcentaje de la financiación asumida por inversores acreditados, c) el porcentaje de la financiación asumida por la propia plataforma. También deberán anunciar la finalización del plazo establecido para la inversión (art. 72.2) «en el espacio de la página web reservado al proyecto correspondiente».

Existe asimismo una obligación de mantener accesible, durante un plazo no inferior a doce meses, toda la información recibida y publicada sobre un determinado proyecto (art. 72.3 LFFE), aunque solo para los inversores que hubieran participado en la misma (no para el público en general). Por último, las plataformas deben poner a disposición de los inversores que se lo soliciten, en soporte duradero (art. 72.4 LFFE), determinada información.

D) Responsabilidad respecto de la información del proyecto

Una cuestión absolutamente central en cuanto a la protección del inversor es la referida a quién soporta la responsabilidad por la concreta información vertida sobre el proyecto (información que, como puede imaginarse, resulta crucial en la decisión del inversor relativa a participar en ese proyecto en particular). Pues bien, la plataforma en modo alguno responde por el contenido de tal información: solo responderá si incumple las obligaciones que la LFFE le impone en relación con la información (por ejemplo, si no ha sido publicada o se encuentra incompleta). La plataforma no responderá, sin embargo, en caso de que la información proporcionada por el promotor sea falsa (art. 71 LFFE). Se ha criticado que las plataformas no tengan un deber de diligencia más allá de la comprobación de que la información aportada por el promotor es la exigida por la Ley, y que no recaiga en ellas obligación alguna en cuanto a la comprobación de la veracidad de dicha información⁶⁷.

Así las cosas, son los promotores quienes responden frente a los inversores respecto de la información que hayan proporcionado a la plataforma para su publicación (art. 73 LFFE). En consecuencia, de la falta de coincidencia de esta información con la realidad, no habrá otro responsable que los propios promotores. Y no deja de ser incongruente que toda la responsabilidad recaiga sobre los promotores, cuando son a quienes menos requisitos financieros se les exigen para solicitar financiación a través del *crowdfunding* (compárense, en efecto, los requisitos de cobertura que se imponen a las plataformas, art. 56 LFFE, con la inexistencia de requisitos especí-

⁶⁷ Son palabras de GALACHO ABOLAFIO, A. F.: «*Crowdfunding y shadow banking: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores*», cit., pág. 9.

ficos para los promotores, art. 75 LFFE)⁶⁸. Interesa recordar, en este sentido, que el promotor no puede ser sancionado en vía administrativa, puesto que solo la plataforma queda sujeta al régimen de supervisión, inspección y sanción a cargo de la CNMV (art. 89 LFFE). Sin embargo, sí que procedería la aplicación de remedios jurídico-privados, en particular la anulación por vicios del consentimiento, cuando sea el promotor el causante del engaño por haber transmitido información inexacta, falsa o engañosa a la plataforma sobre el proyecto o sobre sí mismo. En este caso, el inversor podría instar la nulidad del contrato de préstamo por dolo, ya que fue su contraparte quien lo causó, o al menos pedir una indemnización de daños y perjuicios, si el dolo es incidental⁶⁹.

IV. MEDIDAS RELATIVAS A LOS PROPIOS INVERSORES

1. TIPOLOGÍA DE LOS INVERSORES

Para la LFFE, existen dos tipos de inversores: los *acreditados* y los *no acreditados*. Como inmediatamente veremos, los primeros cuentan con mayores conocimientos y capacidad para soportar pérdidas, mientras que los segundos son inversores, en esencia, de carácter minorista. La segmentación entre tipos de inversores también constituye una medida de protección de los mismos. En efecto, tal segmentación permite que los inversores de corte más profesional no tengan que estar sometidos al régimen de advertencias previas a la inversión, ni a los límites cuantitativos a la misma. Por el contrario, los inversores no acreditados están sometidos a un mayor nivel de protección, con mayores advertencias y límites anuales a la inversión⁷⁰.

La Ley establece qué debe entenderse por inversor acreditado (art. 81.2 y 3 LFFE), y define a los no acreditados por exclusión (art. 81.4 LFFE: «todo inversor que no sea acreditado tendrá la condición de no acreditado»). Aquí seguiremos la misma manera de proceder.

2. LOS INVERSORES ACREDITADOS EN LOS PROYECTOS DE CROWD-LENDING

Existen dos vías para obtener la calificación como inversor acreditado: o bien mediante el cumplimiento de una serie de requisitos (los inversores acreditados *natos*), o bien por solicitud. En este último caso, debe tenerse en cuenta que no todo el mundo puede solicitar ser considerado inversor acreditado.

⁶⁸ Lo señala GALACHO ABOLAFIO, A. F.: «*Crowdfunding y shadow banking*: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores», cit., pág. 11.

⁶⁹ En este sentido, HERNÁNDEZ SAINZ, E.: «La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y *start-ups* a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)», cit., pág. 24.

⁷⁰ Sobre esta cuestión, ARNAL MARTÍNEZ, J. y BRAVO ÁLVAREZ, A. J.: «Un breve estudio de la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial», cit., pág. 35; CAMACHO CLAVIJO, S.: «El *crowdfunding*: régimen jurídico de la financiación participativa en la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial», cit., pág. 104.

Entre los inversores acreditados *natos* se encuentran, en primer lugar (art. 81.2 a) LFFE), los clientes profesionales a tenor de la LMV⁷¹, entre quienes destacan, entre otros, las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las compañías aseguradoras o reaseguradoras, las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, los fondos de titulización y sus sociedades gestoras, etc. (art. 205.2 a), b) y d) LMV)⁷². También son inversores acreditados *natos* (art. 81.2 b) LFFE) los empresarios (tanto personas físicas como jurídicas) que individualmente reúnan, al menos, dos de las siguientes condiciones: a) que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 1 millón de euros; b) que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 2 millones de euros; c) que sus recursos propios sean iguales o superiores a 300.000 euros. Téngase en cuenta que estos umbrales deben alcanzarse individualmente, sin que quepa, en consecuencia, la unión de varios inversores (*i. e.*, que aisladamente no lleguen a estos niveles, pero juntos sí lo hagan). Obsérvese que la LFFE se separa aquí de los umbrales previstos por la LMV (art. 205.2 c) LMV), que también se refiere a los empresarios, si bien con unos límites más elevados. La LFFE ha rebajado los umbrales que permiten acceder a la condición de inversor acreditado. Así, todos los clientes profesionales (según la LMV) son inversores acreditados conforme a la LFFE, pero no todos los inversores acreditados según la LFFE son clientes profesionales a efectos de la LMV. El principal motivo, a nuestro juicio, es que el *crowdfunding* pretende ser una herramienta de canalización de la inversión para el público en general.

Por otra parte, la Ley prevé que determinadas personas, a pesar de no entrar en ninguna de las categorías anteriores, puedan *solicitar* ser consideradas inversores acreditados. La solicitud, a tenor de lo establecido en la Ley, puede provenir tanto de personas físicas como jurídicas, y tanto de consumidores como de empresarios (art. 81.2 c) y d), y 81.3 LFFE). Cuando se trate de personas físicas, se exige que acrediten un determinado nivel de ingresos anuales o de patrimonio, algo que no se requiere en caso de personas jurídicas. A juicio de quien escribe, por interpretación analógica con el supuesto anterior, es necesario que esos requisitos se cumplan individualmente, respecto de cada inversor, sin que resulte admisible el cómputo de forma agregada (por ejemplo, con el cónyuge). La solicitud de ser considerados inversores acreditados debe ir necesariamente acompañada de la renuncia expresa a su tratamiento como cliente no acreditado, esto es, la renuncia a un mayor nivel de protección. ¿Qué interés puede tener alguien en que le consideren acreditado? Evidentemente, saltarse los umbrales máximos de inversión (que serán analizados en el epígrafe siguiente).

⁷¹ La LFFE se remite a las letras a), b) y d) del artículo 78 bis.3 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Cuando se aprobó la LFFE no se había aprobado aún el TRLMV (Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre). Conforme a la normativa en vigor, las clases de clientes están reguladas en los artículos 203 y siguientes del TRLMV de 2015. Entendemos que la remisión debe entenderse hecha, por lo tanto, a la versión en vigor de la LMV (art. 205 TRLMV).

⁷² También son inversores acreditados *natos* los Estados y Administraciones regionales, los organismos públicos que gestionen la deuda pública, los bancos centrales y organismos internacionales y supranacionales, como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones, etc. (art. 205.2 b) LMV), junto con aquellos inversores institucionales que tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros (art. 205.2 d) LMV).

Resulta particularmente esquizofrénico el papel de la plataforma en relación con la solicitud de calificación como inversor acreditado. Así, se condiciona la admisión de la solicitud y la efectividad de la renuncia a que la plataforma de financiación participativa «efectúe la adecuada evaluación de la experiencia y conocimientos del cliente, y se asegure de que puede tomar sus propias decisiones de inversión y comprende sus riesgos» (art. 81.2 c) *in fine* LFFE). En otras palabras, se concede al inversor la última palabra respecto a su calificación (acreditado o no), al hacerla depender de su voluntad. Sin embargo, el legislador insiste en desconfiar de los usuarios, e impone a las plataformas la fiscalización de la adecuación de esta decisión, moviéndose así (con escasa elegancia) entre el respeto hacia la actividad privada de los ciudadanos y la sobreprotección paternalista.

También llama poderosamente la atención –a la par que resta solidez al sistema– el hecho de que la solicitud (y eventual obtención) de la condición de inversor acreditado se produzca respecto de una plataforma concreta. En otras palabras, es posible que un mismo inversor tenga la consideración de no acreditado respecto de una plataforma, y de acreditado respecto de otra.

3. LÍMITES A LA INVERSIÓN

Los inversores *no acreditados* están sujetos a una serie de límites a la inversión (art. 82.1 LFFE). Estos límites constituyen una de las principales medidas tuitivas de este tipo de inversores que se adoptan en la LFFE. Sin embargo, como veremos, el diseño legal adolece de determinados defectos que lo hacen poco eficaz.

Conforme al primer límite, los inversores no acreditados no pueden comprometerse a invertir o invertir más de 3.000 euros en el *mismo proyecto* publicado por una *misma plataforma*. En consecuencia, no plantearía problemas la inversión de cantidades superiores, siempre y cuando se encuentren distribuidas entre distintos proyectos publicados en diversas plataformas. Conforme al segundo límite, los inversores no acreditados no pueden comprometerse a invertir o invertir a través de *cada plataforma* más de 10.000 euros en un periodo de 12 meses. Ocurre que el control que pueda realizarse sobre este hecho es muy difícil, pues no existe un registro unificado de inversores en el que aparezcan clasificados y con la cantidad invertida en un determinado plazo de tiempo anterior⁷³. De nuevo, bastaría con diversificar y repartir la inversión entre varias plataformas para eludir este límite. Para evitarlo, las plataformas deberán exigir a los inversores no acreditados que manifiesten que no han invertido más de 10.000 euros en proyectos publicados en el conjunto de plataformas (art. 82.2 LFFE). Obsérvese que, de nuevo, la LFFE pretende garantizar que la eventual pérdida de la inversión solo recaiga sobre el inversor: en efecto, aunque es cada plataforma quien tiene que exigir estas manifestaciones (y responderá en caso de incumplimiento), si el inversor no proporciona información veraz, las consecuencias las soportará solo él⁷⁴.

⁷³ Lo pone de manifiesto GALACHO ABOLAFIO, A. F.: «Crowdfunding y shadow banking: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores», cit., pág. 6.

⁷⁴ *Ibidem*.

Por otra parte, la imposición de límites a la inversión no parece una medida muy acertada, ya que con esta medida simplemente se limitan las posibles pérdidas que pueda sufrir el inversor (y, recuérdese, siempre que se trate de un inversor no acreditado). Así, ante el mayor riesgo de estas operaciones, se pretende que el perjuicio que sufra el inversor afecte lo menos posible a su situación financiera. No faltan voces que han criticado estas limitaciones por considerarlas paternalistas y sobreprotectoras⁷⁵.

4. REQUISITOS DE INFORMACIÓN PREVIOS A LA INVERSIÓN

Estos requisitos solo afectan a los inversores *no acreditados* (art. 83.2 LFFE), y vienen a complementar las obligaciones de información que competen a la plataforma y que ya han sido objeto de análisis en las páginas que anteceden (véase *supra*).

Así, la Ley exige que cuando los potenciales inversores (esto es, con carácter previo a la participación en cada proyecto) tengan la condición de no acreditados les sea remitida una comunicación específica en la que se les advierta *de forma clara y comprensible* de que ese proyecto de financiación participativa no es objeto de autorización ni de supervisión por la CNMV, ni por el Banco de España y que la información facilitada por el emisor no ha sido revisada por ellos. Igualmente, debe advertirse de la existencia de riesgo de pérdida total o parcial del capital invertido, del riesgo de no obtener el rendimiento dinerario esperado y del riesgo de iliquidez para recuperar su inversión. Asimismo, se obliga a informar específicamente de que el capital invertido no está garantizado por el fondo de garantía de inversiones, ni por el fondo de garantía de depósitos. La plataforma deberá garantizar que el inversor recibe y acepta esta comunicación específica.

Estas informaciones son prácticamente idénticas a las exigidas como información básica para el inversor en general (art. 61.2 LFFE)⁷⁶, lo cual ha llevado a algunos autores a criticar que solo sean remitidas a los inversores no acreditados⁷⁷.

5. MANIFESTACIONES EXIGIDAS A LOS INVERSORES

Al igual que en otros ámbitos, como la contratación de servicios de inversión o préstamos hipotecarios, el legislador ha estimado que no basta con la simple publicación de las advertencias para garantizar su conocimiento y comprensión por el sujeto a proteger, y ha considerado nece-

⁷⁵ *Ibidem*.

⁷⁶ Extensamente sobre esta cuestión, HERNÁNDEZ SAINZ, E.: «La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y *start-ups* a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)», cit., pág. 12.

⁷⁷ Nos remitimos a los motivos que expone GALACHO ABOLAFIO, A. F.: «*Crowdfunding* y *shadow banking*: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores», cit., pág. 8.

sario exigir una *declaración expresa de conocimiento* de los riesgos que se asumen. Las manifestaciones exigidas difieren, sin embargo, en función del tipo de inversor.

A los inversores *acreditados* se les exige que, *antes de operar por primera vez* en la plataforma, manifiesten de forma expresa que han sido advertidos de que al ser considerados inversores acreditados están expuestos a mayores riesgos y gozan de menor protección (art. 84.1 LFFE). En cambio, los inversores *no acreditados* deben manifestar que han sido advertidos de los riesgos que implica la inversión en el proyecto o proyectos de financiación participativa en que van a invertir. Esta manifestación debe realizarse *inmediatamente antes* de adquirir ningún compromiso de pago y ubicarse junto a su consentimiento. También en ese momento deberán manifestar que no han superado los límites que se imponen a la inversión por parte de los inversores no acreditados (art. 82.1 LFFE, véase *supra*)⁷⁸.

La virtualidad de estas manifestaciones como medida de protección de los inversores es, a nuestro juicio, escasa. En efecto, la exigencia de estas manifestaciones beneficia esencialmente a las plataformas y a los promotores, pues, en sí mismas, no garantizan que efectivamente el inversor sea consciente y comprenda plenamente todos los riesgos que asume, pero sí exige de responsabilidades a plataforma y promotor, permitiéndoles defenderse en supuestos en que se pretenda invalidar el contrato celebrado con fundamento en la existencia de vicios del consentimiento⁷⁹.

V. LA APLICACIÓN DE LAS NORMAS DE PROTECCIÓN DE CONSUMIDORES Y USUARIOS A LOS INVERSORES

La actividad desarrollada por las plataformas de financiación participativa y las relaciones entre los promotores e inversores estarán sujetas a la normativa sobre protección de los consumidores y usuarios, con determinadas especialidades (art. 85 LFFE). Lo mismo se predica respecto de los mecanismos previstos en la legislación sobre protección de los clientes de servicios financieros. A efectos de perfilar en qué medida resultan aplicables estas normas a los inversores que participan en una operación de *crowdfunding*, deberemos, con carácter previo, proceder a la caracterización de las relaciones contractuales que el inversor mantiene con el promotor (por un lado) y con la plataforma (por otro). En particular, deberemos determinar si se trata de relaciones de consumo. Al no integrar el objeto de este trabajo, obviaremos del análisis la relación entre el promotor y la plataforma, así como la relación entre el promotor y el inversor desde la perspectiva del promotor⁸⁰.

⁷⁸ En cuanto a la materialización de estas manifestaciones, véase HERNÁNDEZ SAINZ, E.: «La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y *start-ups* a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)», cit., pág. 16.

⁷⁹ Llama la atención sobre esta cuestión HERNÁNDEZ SAINZ, E.: «La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y *start-ups* a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)», cit., pág. 16.

⁸⁰ Sobre esta cuestión, CARRASCO PERERA, A.: «Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial: la financiación participativa a través de plataformas de *crowdfunding*», *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 12,

Con carácter previo, téngase en cuenta la siguiente precisión: los conceptos de «inversor no acreditado» y de «inversor consumidor» no resultan equiparables. En efecto, más allá del hecho de que las definiciones de ambos conceptos no coinciden, se prevé que inversores consumidores soliciten la calificación como inversores acreditados (art. 81.2 c) LFFE), de modo que resulta imaginable la existencia de un inversor consumidor acreditado.

1. LA RELACIÓN ENTRE EL INVERSOR Y LA PLATAFORMA

En virtud de la doctrina del empresario por razón de la forma (art. 2 LSC), la plataforma de financiación participativa –que necesariamente debe revestir la forma de una sociedad de capital (art. 55 c) LFFE)– siempre tendrá la condición de empresario. En consecuencia, la caracterización de esta relación como de consumo dependerá de si el inversor puede ser calificado como consumidor al amparo del TRLGDCU⁸¹. Si consumidor es el sujeto que actúa en un ámbito ajeno a una actividad empresarial o profesional (art. 3 TRLGDCU), entonces el inversor minorista que emplea su sobrante de consumo en una actividad inversora sería consumidor⁸².

En caso afirmativo (algo que deberá determinarse caso por caso), además de las obligaciones de información que le impone la LFFE, la plataforma deberá cumplir las obligaciones que la normativa de consumo impone sobre información precontractual, y el contrato que celebre con el inversor quedará sometido al control de incorporación y de contenido (en particular, a la prohibición de cláusulas abusivas, arts. 80 y ss. TRLGDCU). También resultarán de aplicación el resto de especialidades previstas en la normativa de consumo (por ejemplo, el derecho de desistimiento, arts. 68 y ss. TRLGDCU).

Por otra parte, la relación entre los inversores y la plataforma está sujeta a la normativa general vinculada al comercio electrónico (Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y del comercio electrónico), debiendo cumplirse las obligaciones legales previstas en la misma en materia de términos y condiciones de uso, información sobre seguridad o comunicaciones comerciales por vía electrónica, etc⁸³.

2014, págs. 185 a 197; MARTÍN FABÁ, J. M.: «El *crowdfunding* en España: regulación y experiencias. Especial referencia a la PFP *comunitae*», *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 15, 2015, págs. 25 a 51; MARÍN LÓPEZ, M. J.: «*Crowdfunding*, intermediarios de crédito y préstamos al consumo en la Ley 5/2015», *Diario La Ley*, núm. 8.575, 2015, págs. 4 y ss.

⁸¹ Al respecto, MARÍN LÓPEZ, M. J.: «*Crowdfunding*, intermediarios de crédito y préstamos al consumo en la Ley 5/2015», *Diario La Ley*, núm. 8.575, 2015, págs. 4 y ss.

⁸² Véase CARRASCO PERERA, A.: «Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial: la financiación participativa a través de plataformas de *crowdfunding*», *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 12, 2014, pág. 193.

⁸³ Al respecto, extensamente, GRACIA LABARTA, C.: «Presente y futuro del *crowdfunding* como fuente de financiación de proyectos empresariales», *Revista Española de Capital Riesgo*, núm. 1, 2014, pág. 10; CARRASCO PERERA, A.: «Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial: la financiación participativa a través de plataformas de *crowdfunding*», *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 12, 2014, pág. 188.

2. LA RELACIÓN ENTRE INVERSORES Y PROMOTORES

Debe recordarse, en primer lugar, que, en el sistema configurado por la LFFE, tanto los inversores como los promotores pueden ser, bien empresarios, bien consumidores. Surgen, así, cuatro escenarios distintos. En primer lugar, puede ocurrir que tanto el promotor como el inversor sean consumidores. En segundo lugar, puede ocurrir que ambos ostenten la condición de empresarios. También puede suceder, en tercer lugar, que el promotor sea un consumidor y el inversor un empresario y, viceversa, en cuarto lugar, que el promotor sea un empresario y el inversor un consumidor. Lo anterior se complica si tenemos en cuenta que, en una misma operación de *crowdfunding*, existirán multitud de inversores y, por consiguiente, es posible que la condición de consumidor o empresario no sea homogénea: en otras palabras, en una misma operación algunos inversores pueden ser consumidores mientras que otros sean empresarios.

La caracterización de la relación entre inversor y promotor como de consumo es algo que deberá determinarse caso por caso, atendiendo a las concretas circunstancias que concurren⁸⁴. Ello resultará, en consecuencia, en la correspondiente aplicación de la normativa de consumo: tanto el TRLGDCU como, en particular, la Ley 16/2011, de contratos de crédito al consumo. Comoquiera que esto sea, esta última norma tiene por finalidad la protección del consumidor prestatario (en nuestro caso, el promotor del proyecto), motivo por el cual su análisis queda fuera del ámbito de este trabajo.

VI. CONCLUSIONES

Primera. Entendemos por *crowdfunding* una forma de financiación participativa mediante la cual una pluralidad de inversores contribuye, con aportaciones (por lo general) de cuantía reducida, a la concesión de un préstamo a un promotor, con la finalidad de que este último lleve a cabo un determinado proyecto. En España, pueden ser inversores o promotores tanto las personas físicas como las personas jurídicas, y tanto los consumidores como los empresarios. Los importes máximos de captación por proyecto no resultan en absoluto desdeñables.

Segunda. El *crowdfunding* constituye una actividad intensamente regulada en el Ordenamiento jurídico español. Tal hiperregulación no debe considerarse como algo necesariamente negativo, máxime cuando el *crowdfunding* es una actividad que conlleva un enorme riesgo –de pérdida total o parcial de la inversión– para los inversores participantes.

⁸⁴ Véase MARÍN LÓPEZ, M. J.: «*Crowdfunding*, intermediarios de crédito y préstamos al consumo en la Ley 5/2015», *Diario La Ley*, núm. 8.575, 2015, págs. 5 y 6. Sin embargo, existe otra tesis, conforme a la cual la relación entre inversor y promotor no es una relación de consumo en ningún caso. Defiende esta postura CARRASCO PERERA, A.: «Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial: la financiación participativa a través de plataformas de *crowdfunding*», *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 12, 2014, pág. 194. También MARTÍN FABA, J. M.: «El *crowdfunding* en España: regulación y experiencias. Especial referencia a la PFP *comunitae*», cit., págs. 25 a 51.

Tercera. El legislador español ha procurado neutralizar, en la medida de lo posible, este riesgo, mediante la imposición de determinadas medidas, que afectan respectivamente a las plataformas, a los promotores (y proyectos) y a los inversores. Entre las medidas relativas a los dos primeros destacan las intensas obligaciones de información. Por el contrario, entre las medidas que inciden directamente sobre los inversores, destacan la exigencia de determinadas manifestaciones y la imposición de ciertos límites a la inversión, en función del tipo de inversor (acreditado o no) de que se trate.

Cuarta. El análisis pormenorizado de las anteriores medidas permite concluir que el actual contexto regulatorio no procura un adecuado nivel de protección para los inversores y, en este sentido, debe considerarse ineficiente. En efecto, la práctica totalidad de las medidas tuitivas de los inversores que contempla la Ley parecen estar encaminadas principalmente: a) a evitar posibles reclamaciones a las instituciones públicas por parte de los inversores afectados; b) a minimizar el importe absoluto de las pérdidas que puedan sufrir los inversores; y c) en general, a descargar de cualquier responsabilidad por la aventura fallida a los demás actores involucrados (plataformas de financiación participativa y promotores de los proyectos). La actual regulación parece pecar, en ocasiones, de un cierto paternalismo y sobreprotección hacia los inversores, aunque, en la práctica, los mismos siguen enfrentándose a elevados riesgos de selección incorrecta y pérdida de la inversión.

Quinta. Resulta particularmente incongruente el régimen de responsabilidad previsto por el legislador español, y conforme al cual las plataformas no responden en caso de pérdida de la inversión, aunque estén sometidas a férreos requisitos de cobertura y solvencia. Frente a ello, los promotores –los verdaderos obligados a devolver el importe del préstamo– están sujetos a unos requisitos financieros que, de puro laxos, resultan prácticamente inexistentes.

Bibliografía

ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S. [2015]: «Regulación del *crowdinvesting* y *crowdlending*», *El Notario del Siglo XXI: Revista del Colegio Notarial de Madrid*, núm. 61, págs. 50 a 53.

- [2014]: «La propuesta de regulación de la inversión en masa o *equity crowdfunding*», *Diario La Ley*, núm. 8.320.
- [2013]: «Financiación para empresas innovadoras: capital riesgo, *business angels*, *crowdfunding*», *Diario La Ley*, núm. 8.033, págs. 1 a 6.

ARNAL MARTÍNEZ, J. y BRAVO ÁLVAREZ, A. J. [2015]: «Un breve estudio de la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial», *Boletín Económico del ICE*, núm. 3.067, págs. 29 a 38.

ARPIO SANTACRUZ, J. [2015]: «La Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la actividad empresarial», *Ars Iuris Salmanticensis*, núm. 3, págs. 240 a 243.

BENITO MUNDET, H. y MALDONADO GUTIÉRREZ, D. [2015]: «La financiación colectiva y su papel en el mundo de la empresa», *Análisis Financiero*, núm. 129, págs. 68 a 78.

BORONAT OMBUENA, G. J. [2016]: «Información financiera-pyme: riesgo, financiación y *rating* para las empresas», *Estrategia Financiera*, núm. 342, págs. 22 a 30.

- CACCURI, D. [2014]: «El *crowdfunding* y sus múltiples formas», *Austral Comunicación*, vol. 3, núm. 1, págs. 23 a 31.
- CAMACHO CLAVIJO, S. [2016]: «El *crowdfunding*: régimen jurídico de la financiación participativa en la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial», *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 17, págs. 85 a 115.
- CARRASCO PERERA, A. [2014]: «Consumidores bailando en plataformas de *crowdfunding*», *Actualidad Jurídica Aranzadi*, núm. 893, pág. 3.
- [2014]: «El *crowdfunding* que viene», *Actualidad Jurídica Aranzadi*, núm. 883, pág. 3.
 - [2014]: «Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial: la financiación participativa a través de plataformas de *crowdfunding*», *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 12, págs. 185 a 197.
- CUENA CASAS, M. [2016]: «La ley de fomento de la financiación empresarial», *El Notario del Siglo XXI: Revista del Colegio Notarial de Madrid*, núm. 69, págs. 52 a 57.
- GALACHO ABOLAFIO, A. F. [2017]: «*Crowdfunding* y *shadow banking*: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 145, págs. 1 a 24.
- GARCÍA-OCHOA MAYOR, D. y NARVÁEZ BARBA, I. [2016]: «Economía colaborativa y financiación», *Diario La Ley*, núm. 8.807.
- GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L. [2016]: *Plataformas de financiación participativa y financial crowdfunding*, Valencia: Tirant lo Blanch.
- GIMENO RIBES, M. [2014]: «Aproximación a la naturaleza jurídica del *crowdfunding*», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 291, págs. 451 a 490.
- GRACIA LABARTA, C. [2014]: «Presente y futuro del *crowdfunding* como fuente de financiación de proyectos empresariales», *Revista Española de Capital Riesgo*, núm. 1, págs. 3 a 19.
- GRANADOS SÁNCHEZ, J. [2016]: «*Crowdfunding*: la nueva forma de financiación analizada desde la perspectiva de la responsabilidad penal de las personas jurídicas», *Diario La Ley*, núm. 8.832, págs. 1 a 4.
- GUZMÁN, I. [2014]: «El *crowdfunding*: una alternativa de financiación en tiempos de crisis», *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, núm. 106, págs. 17 a 20.
- HERNÁNDEZ SAINZ, E. [2015]: «La transparencia como instrumento de protección de los inversores en pymes y *start-ups* a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)», *Revista de Derecho de Mercado de Valores*, núm. 16, págs. 8 y ss.
- MARÍN LÓPEZ, M. J. [2015]: «*Crowdfunding*, intermediarios de crédito y préstamos al consumo en la Ley 5/2015», *Diario La Ley*, núm. 8.575, págs. 1 a 12.
- MARTÍN FABÁ, J. M. [2015]: «El *crowdlending* en España: regulación y experiencias. Especial referencia a la PFP *comunitae*», *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 15, págs. 25 a 51.
- PEKMEZOVIC, A. y WALKER, G. [2016]: «The global significance of *crowdfunding*: solving the SME funding problem and democratizing access to capital», *William & Mary Business Law Review*, vol. 7, págs. 347 a 458.
- RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T. [2014]: «Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: concepto y funciones», *Revista de Derecho de Mercado de Valores*, núm. 15, págs. 8 y ss.