



HACIA UNA REGULACIÓN EUROPEA SOBRE PROVEEDORES DE SERVICIOS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA DE CRÉDITO O INVERSIÓN PARA EMPRESAS

Towards a european regulation on credit or investment
crowdfunding services providers for business

FERNANDO DE LA VEGA GARCÍA

Profesor Titular de Derecho. Mercantil Universidad de Murcia

Revista de Derecho del Sistema Financiero 0
<https://doi.org/10.32029/2695-9569.00.04.2020>
Septiembre 2020
Págs. 185–208

RESUMEN: El artículo estudia la propuesta definitiva sobre la regulación europea de los proveedores de servicios de financiación participativa de crédito o inversión para empresas, acordada por las instituciones de la Unión Europea tras más de dos años de negociaciones. Para ello, se examina el ámbito de aplicación de la norma europea, comparándola con la existente a nivel de los Estados miembros, especialmente con España, así como los principios básicos de su estatuto jurídico, en el que destacan los controles de acceso y financieros, los deberes de información y transparencia, así como las normas de conductas relacionadas con los conflictos de interés, la actividad publicitaria y la conservación de la información. Finalmente, se destacan los aspectos principales del régimen previsto de supervisión, inspección y sanción.

PALABRAS CLAVE: Crowdfunding, Plataformas, Financiación, Digital.

ABSTRACT: The article studies the definitive proposal on European Crowdfunding Service Providers for Business, agreed by the institutions of the European Union after more than two years of negotiations. For that aim, the scope of the European proposal is examined, comparing it with existing at the level of the Member States, regarding with Spain. The article also examines its basic principles, among which can be highlighted access and financial controls, the duties of information and transparency, as well as the rules of conduct related to conflicts of interest, advertising activity and the preservation of information. Finally, the main aspects of the supervision, inspection and sanction regime are pointed out.

KEYWORDS: Crowdfunding, Platforms, Financing, Digital.

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN. II. CARACTERIZACIÓN Y ÁMBITO DE ACTUACIÓN DE LOS PROVEEDORES EUROPEOS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA (PSFP). III. PRINCIPIOS BÁSICOS DE SU

ESTATUTO. 1. *Control de acceso al mercado*. 2. *Control financiero o «requisitos de prudencia financiera»*. 3. *Deberes de información o transparencia. Aspectos generales*. 4. *Normas de conducta: conflictos de interés, actividad publicitaria y conservación de la información*. IV. SUPERVISIÓN, INSPECCIÓN Y SANCIÓN. V. CONCLUSIONES. VI. BIBLIOGRAFÍA CITADA.

I. INTRODUCCIÓN

A finales de 2019 el Parlamento Europeo y el Consejo llegaron al acuerdo político de impulsar la propuesta de la Comisión sobre una regulación europea sobre proveedores de servicios de financiación participativa de crédito o inversión para empresas, elaborada en 2018 como una de las medidas de fomento de la «Unión de los Mercados de Capitales» (en adelante, UMC)¹, con el objeto de ampliar el acceso de las empresas innovadoras, las empresas emergentes y otras empresas no cotizadas a la financiación. A raíz de esta propuesta, los proveedores de estos servicios tendrán un mercado muy amplio, superando así las barreras que han supuesto hasta la fecha los distintos regímenes jurídicos sobre financiación participativa. Desde diversos sectores se advirtió de la necesaria unificación de criterios, al comprobar que, aunque se obtuvieron más de 7.000 millones de euros a través del *crowdfunding* en la Unión Europea, las cifras eran más de cinco veces superiores en Estados Unidos y otros mercados.

La Comisión siguió desde un primer momento las consideraciones del Parlamento, que en su Resolución de 9 de julio de 2015 (sobre la creación de una unión de los mercados de capitales) estableció que la UMC debía «crear un entorno normativo adecuado que mejore el acceso transfronterizo a la información sobre las empresas que buscan crédito y estructuras de capital o cuasi-capital con miras a fomentar el crecimiento de modelos de financiación distinta a la bancaria, incluida la financiación colectiva y los préstamos entre iguales» (Considerando 47). Atrás quedaban pronunciamientos de la Comisión (2014 y 2016) en los que no constituía una prioridad abordar una reglamentación sobre financiación participativa en la Unión Europea². La propuesta de la Comisión se concreta en una norma unificadora (Reglamento) sobre los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas. Aunque a fecha de cierre de este artículo todavía no ha sido publicado, la *European Crowdfunding Network* (ECN) espera su entrada en vigor para 2021.

Esta propuesta se inserta en un ámbito que cuenta con normas internas sobre financiación participativa, sobre todo desde que la todavía reciente

1. Otras medidas propuestas por la Comisión fueron en relación con los bonos garantizados a escala de la UE, la distribución transfronteriza de fondos de inversión colectiva, el Derecho aplicable a la oponibilidad frente a terceros de la cesión de créditos y a los efectos en materia de derechos de propiedad de las operaciones con valores.
2. Nos referimos, por ejemplo, a las Comunicaciones de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las regiones «Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea», COM (2014), 172 final, de 27 de marzo de 2014, o «Una Agenda Europea para la economía colaborativa», COM (2016), 184 final, de 2 de junio de 2016.

recesión económica evidenció graves deficiencias³ y en el ámbito del conocido como *crowdfunding* financiero. En España, dicha regulación se integra en determinados preceptos de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (LFFE)⁴. Esta norma sólo regula figuras «en las que el inversor espera recibir una remuneración dineraria por su participación, dejando por tanto fuera del ámbito de esta norma al *crowdfunding* instrumentado mediante compraventas o donaciones» (exposición de motivos), alejándose de ese otro *crowdfunding* más emocional, que queda de momento al margen de una regulación concreta.

Los diferentes enfoques sobre la financiación participativas en los Estados miembros motivaron la presentación de otro texto muy relacionado con la Propuesta de Reglamento y que la complementa⁵: la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros⁶. Tras la entrada en vigor de las dos normas, y en coherencia con el Derecho de los Estados miembros, la prestación de servicios de financiación participativa en toda la Unión Europea quedará regulada por el Reglamento sobre proveedores europeos de

3. Esta realidad generó la necesidad de llevar a cabo un proceso de reforma del sistema en su conjunto a nivel mundial (MARIMÓN DURÁ, R., «Delimitación y perspectivas de la regulación del sector bancario en la sombra», en AA.VV., *La regulación del Shadow Banking en el contexto de la reforma del mercado financiero* (dir. MARIMÓN DURÁ, R.), Aranzadi, 2015, p. 23). Uno de los centros de atención de dicho movimiento de reforma es el sector bancario en la sombra (*shadow banking*), «principalmente por dos motivos, su tamaño y sus vínculos o interconexión con el sector financiero regulado, para el cual trae consigo un riesgo de carácter sistémico» (MARTÍ MIRAVALLS, J., «Hoja de ruta de la Comisión Europea para el tratamiento normativo del *Shadow Banking*», en AA.VV., *La regulación del Shadow Banking...*, cit., p. 72).
4. A nivel de monografías vid. AA.VV., *Crowdfunding: cooperación colectiva al Servicio de la financiación*, (Coord. LÁZARO SÁNCHEZ, E. / DE LA VEGA GARCÍA, F.), Aranzadi, 2018; AA.VV., *Crowdfunding: aspectos legales* (Coord. MORENO SERRANO, E./CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L.), Aranzadi, 2016; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *Plataformas de financiación participativa y «Financial Crowdfunding»*, Tirant lo Blanch, 2016.
5. En este sentido, la Propuesta de Reglamento, en su versión de 2019, reconoce (considerando 6º) que «las diferencias entre las normas nacionales vigentes son suficientes para obstaculizar la prestación transfronteriza de servicios de financiación participativa y tener con ello un efecto directo sobre el funcionamiento del mercado interior en cuanto a dichos servicios. En particular, la fragmentación del marco normativo a través de las fronteras nacionales genera costes de cumplimiento normativo considerables para los inversores minoristas, que a menudo se enfrentan a dificultades desproporcionadas para la magnitud de su inversión en la determinación de las normas aplicables a los servicios transfronterizos de financiación participativa».
6. Dicha propuesta es de 8 de marzo de 2018: COM (2018) 99 final, 2018/0047(COD). La Directiva 2014/65 es parte del «paquete regulatorio MIFID II» o «MIFID II/MIFIR», junto al Reglamento (UE) n.º 600/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014. Dicha Directiva fue objeto de transposición al Derecho interno español mediante dos normas: el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores; y el Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.

servicios de financiación participativa para empresas, mientras que la Directiva tendrá carácter complementario. Más concretamente, se prevé, con el objeto de ofrecer seguridad jurídica respecto de cuáles son las personas y los servicios que entran dentro del ámbito de aplicación del futuro Reglamento y para evitar que un mismo servicio esté sujeto a más de una autorización en la Unión, que las personas jurídicas autorizadas como proveedores de servicios de financiación participativa en virtud del Reglamento deben quedar excluidas del ámbito de aplicación de la Directiva 2014/65/UE (al respecto, *vid.* Preámbulo y artículo 1 de la Propuesta de Directiva).

La Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre proveedores europeos de servicios de *crowdfunding* para empresas ha sido tratada desde 2018 por diversas instituciones (además de la Comisión y el Parlamento, han realizado consideraciones el Comité Económico y Social y el Consejo), encontrándose a día de hoy en un estadio avanzado de su tramitación, lo que indica que el último documento (finales de 2019) está muy cercano a su formulación definitiva. Seguidamente se exponen las principales cuestiones consensuadas y que, sin perjuicio de lo que pueda suceder en su aprobación definitiva, parecen consolidarse en aras a la construcción de un mercado europeo de financiación participativa.

II. CARACTERIZACIÓN Y ÁMBITO DE ACTUACIÓN DE LOS PROVEEDORES EUROPEOS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA (PSFP)

Los proveedores europeos de financiación participativa (en adelante, PSFP) se caracterizan por ser empresarios autorizados para realizar una actividad profesional de prestación de servicios de *crowdfunding* financiero para empresas, aquél en el que el inversor espera recibir una contraprestación en forma de interés o participación en sociedades⁷, excluyéndose las demás modalidades de

7. Aunque el componente «financiero» se halla presente en todas las modalidades de *crowdfunding* (DE LA VEGA GARCÍA, F., «Los mercados de *crowdfunding* y su protección jurídica», en AA.VV., *Crowdfunding: cooperación colectiva...*, cit., p. 51), el denominado «*crowdfunding* cultural» se encamina hacia derroteros muy diferente al conocido como «*crowdfunding* financiero». Mientras en el primero los aportantes (donantes) presentan una finalidad emocional, verdadero motor de la financiación del receptor, en su modalidad financiera nos acercamos al ámbito inversor, en el que la aportación se convierte en un préstamo remunerado o, incluso, en una forma de adquisición de participación en sociedades (DE LA VEGA GARCÍA, F., «Diversidad jurídica en el tratamiento del *Crowdfunding*», *Revista Lex Mercatoria*, nº 5, 2017, pp. 121-128). Sobre la diferenciación entre ambos recomendamos LÁZARO SÁNCHEZ, E., «*Crowdfunding*: una fórmula de cooperación económica en la era digital», en AA.VV., *Crowdfunding: cooperación colectiva...*, cit., pp. 19-46. En el *crowdfunding* financiero se distingue, a su vez, entre el *crowdlending* y el *crowdinvesting*. Mientras el primero se instrumentaliza en préstamos (es la modalidad de crédito), el *Crowdinvesting* presenta claramente la finalidad inversora, pues el que aporta no facilita su financiación para la adquisición de un concreto producto o servicio, sino que lo hace como «verdadero inversor, con derecho a participar en los beneficios de la empresa» (ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., «El *equity crowdfunding* o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación», *Cuadernos de Derecho y Comercio*, nº 61, 2014, p. 18).

*crowdfunding*⁸. La legislación española define a su «homónimo nacional» como aquella empresa «cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores» (art. 46.1 LFFE)⁹.

Junto a esta faceta positiva, el Consejo (UE) ha reducido algo más la extensión del ámbito de actuación, enumerando supuestos en los que los PSPF no prestarán servicios y, por ello, no estarán regulados por el Reglamento europeo. No se trata de servicios prohibidos en general, pues son asumidos, de momento, por proveedores estatales (en el caso de España gran parte de ellos por las denominadas «Plataformas de Financiación Participativas», en adelante PFP). Las exclusiones previstas son las tres siguientes:

A) En primer lugar, aquellos servicios de financiación participativa que se presten a los promotores de proyectos que sean consumidores, tal como se definen en el artículo 3, letra a), de la Directiva 2008/48/CE¹⁰. Estos supuestos se hallan incluidos en el ámbito de nuestro Derecho interno (artículos 85 y 86 de la LFFE), pudiendo las PFP atender a consumidores que recurren a este sistema «con el objetivo de obtener préstamos para la adquisición de bienes, es decir, para consumir»¹¹. En el ámbito europeo, sin embargo, se pretende únicamente centrar los esfuerzos en el fomento de la financiación transfronteriza de las empresas.

B) En segundo lugar, aunque transitoriamente, aquellos servicios de *crowdfunding* que son prestados «de acuerdo con las legislaciones nacionales» (LMV¹² o LFFE). En una primera versión (la aprobada por el Parlamento Europeo) se justificó esta exclusión en «evitar que la misma actividad esté sujeta a diferentes autorizaciones dentro de la Unión» (considerando 9 de

8. Esta misma situación se produce a nivel interno. Así el artículo 46.2 de la LFFE aclara que «no tendrán la consideración de plataformas de financiación participativa las empresas que desarrollen la actividad prevista en el apartado anterior cuando la financiación captada por los promotores sea exclusivamente a través de: a) donaciones; b) venta de bienes y servicios; o c) préstamos sin intereses».

9. Aunque la LFFE se refiere a estos proveedores como «plataformas», resulta más correcto referirse a la misma como empresario o, en su caso, empresa, al hacer referencia a la diferencia entre la plataforma como medio y la sociedad de intermediación, aludiendo de este modo al sentido que se le ha otorgado en otros ordenamientos (MORENO SERRANO, E., «Configuración jurídica del Crowdfunding como forma alternativa de financiación», en AAVV, *Crowdfunding: Aspectos Legales* (coord. MORENO SERRANO y CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L.), Thomson Reuters Aranzadi, 2016, pp. 37-38).

10. Recuérdese que según esta Directiva es consumidor la «persona física que actúa con fines que están al margen de su actividad comercial o profesional».

11. VERDÚ CAÑETE, M.J., «Promotores y proyectos», en AA.VV., *Crowdfunding: cooperación colectiva...*, cit., pp. 250-251.

12. Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, que incorpora los criterios de la Directiva 2014/65/UE (MiFID II).

su Propuesta). Sin embargo, la última versión (la del Consejo) cambia, por «seguridad jurídica», el criterio de la admisibilidad de la simultaneidad entre autorizaciones europeas y nacionales, incluyendo por ello una disposición sobre el período transitorio, aplicable al comprendido entre la entrada en vigor del Reglamento y, probablemente, los 12 meses después de su entrada en vigor (prorrogable posiblemente a otros 12), en que podrían prestarse servicios de financiación participativa a empresas (crédito o inversión) mediante una autorización nacional. Por tanto, solo durante el período transitorio es posible que existan proveedores con autorizaciones nacionales (de acuerdo con el Derecho de algún Estado miembro) que presten servicios de *crowdfunding* a empresas, incluso transfronterizo¹³, previéndose que con posterioridad la única autorización para la financiación empresarial sea la requerida en la legislación europea. Tras el período transitorio, por tanto, los empresarios autorizados como PSFP podrán también prestar los servicios anteriormente atribuidos a las PFP (salvo el de financiación participativa que se presten a los promotores de proyectos que sean consumidores, respecto a los que podrían seguir operando las PFP nacionales, sin perjuicio de su exclusión normativa al respecto).

C) En tercer lugar, operaciones de cuantía excesiva, intentando así proteger a los inversores, dados los riesgos asociados con el *crowdfunding*¹⁴. Más

13. Recuérdese que, en el ámbito del Derecho interno español, el art. 47 LFFE dispone como criterio general de aplicación de la norma española (tanto para PFP como para promotores e inversores) que la actividad se ejerza en territorio nacional, independientemente del domicilio de la PFP. De acuerdo con este principio general se amplía claramente el ámbito de la norma, aplicable a la prestación transfronteriza de intermediación en el mercado de micro-financiación digital. No obstante, se establece una norma especial que excluye de su ámbito de aplicación algunas actuaciones transfronterizas: aquellas en que un residente en España participe «por iniciativa propia», como inversor o promotor, en una plataforma con domicilio social en el extranjero que preste los servicios. Dicha «iniciativa propia» es identificada normativamente con situaciones en que el inversor se acerque a la PFP sin que ésta se haya interesado por el mercado español. Más técnicamente, y *a sensu contrario*, se considera que la actividad no se pone en marcha a «iniciativa propia» al presentarse alguna de las siguientes circunstancias (art. 47.3 LFFE): a) cuando la empresa anuncie, promocióne o capte clientes o posibles clientes en España; b) cuando la empresa dirija sus servicios específicamente a inversores y promotores residentes en territorio español. Esta norma implica que la legislación nacional (LFFE) y sus controles serán exigibles también en supuestos en que la PFP y sus servicios sean ofertados en otro Estado siempre que no se estime que el promotor o inversor actúe por «iniciativa propia». Esto resulta relevante, pues la elección de una PFP con residencia en el extranjero no implica automáticamente la desactivación de los controles derivados de la legislación española (DE LA VEGA GARCÍA, F., «Los controles del «*crowdfunding* financiero» y su efectividad en un sistema de financiación participativa digital», en AA.VV., *Problemas actuales y recurrentes en los mercados financieros: Financiación alternativa, gestión de la información y protección del cliente* (Dir. MARIMÓN DURÁ, R. y MARTÍ MIRAVALLS, J.), Aranzadi, 2018, pp. 180-181). Sobre las cuestiones transfronterizas destaca CARRASCOSA GONZÁLEZ, J., «*Crowdfunding* y Derecho Internacional Privado», AA.VV., *Crowdfunding: cooperación colectiva...*, cit., pp. 105-134.

14. Sobre dichos riesgos y su tratamiento en la legislación española, ALONSO ESPINOSA, F.J., «Protección de la inversión a través de plataformas de financiación participativa», en AA.VV., *Crowdfunding: cooperación colectiva...*, cit., especialmente pp. 349-350.

concretamente se propone, con carácter general¹⁵, excluir aquellas ofertas de financiación participativa cuyo importe total en la Unión Europea sea superior a 8 millones de euros, que se calculará durante un período de 12 meses como la suma de: i) el total de ofertas de valores transferibles e instrumentos admitidos para fines de *crowdfunding* y las cuantías recaudadas a través de acuerdos de préstamo a través de una plataforma de *crowdfunding* por un propietario de proyecto particular; y ii) el total de las ofertas al público de valores transferibles realizadas por el propietario del proyecto mencionado en el punto (i) en su calidad de oferente.

Este umbral de los 8 millones de euros se corresponde con el límite máximo por el que se puede eximir de la obligación de publicar un folleto de conformidad con el artículo 3 del Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE.

III. PRINCIPIOS BÁSICOS DE SU ESTATUTO

1. CONTROL DE ACCESO AL MERCADO

En igual sentido a lo que viene sucediendo en algunos Estados miembros (entre otros, Francia, Italia, España), en los que se requiere algún tipo de licencia o autorización administrativa más o menos rigurosa según el país¹⁶, el acceso al mercado europeo del *crowdfunding* financiero se halla controlado administrativamente. Esta situación contrasta con la de otras formas de «economía colaborativa», no reguladas específicamente a nivel interno y europeo, en las que, de momento, la atipicidad legal implica una mayor libertad de acceso al mercado como intermediarios en el consumo de determinados bienes (v. gr. vivienda vacacional, transporte o, incluso, *crowdfunding* no financiero)¹⁷. Esta diferencia de régimen jurídico es comprensible dada la diferente naturaleza de las modalidades financiera y no financiera del *crowdfunding*. La

15. Se da, sin embargo, algo de autonomía a los Estados miembros para decidir prohibir la obtención de capital para proyectos de *crowdfunding* de sus residentes por una cuantía que exceda la consideración total bajo la cual ese Estado miembro exime las ofertas de valores al público de la obligación de publicar un folleto de conformidad con el Reglamento (UE) 2017/1129.

16. Sobre estos aspectos conviene destacar que la doctrina ha advertido la similitud de los mismos con las normas de ordenación y supervisión en el sistema financiero interno español (GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *Plataformas de financiación participativa...*, cit., p. 135).

17. En el caso del Derecho interno español estamos ante la libertad de acceso al mercado derivada, básicamente, del art. 6.1 de la Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico (LSSICE), por virtud del que «la prestación de servicios de la sociedad de la información no estará sujeta a autorización previa»; obviamente, sin embargo, «esta norma no afectará a los regímenes de autorización previstos en el ordenamiento jurídico que no tengan por objeto específico y exclusivo la prestación por vía electrónica de los correspondientes servicios» (art. 6.2 LSSICE).

cercanía de aquella al ámbito de las entidades de crédito le hace destinatario de un estatuto cercano al de un intermediario cualificado.

El artículo 10 de la última versión de la Propuesta de Reglamento corrige respecto a versiones anteriores la autoridad competente para autorizar al PSFP, pasando de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), asignada en la primera propuesta de Reglamento, a la autoridad nacional competente del Estado miembro en el que esté establecido para prestar servicios de financiación participativa (en el caso de España debe recordarse que corresponde a la CNMV¹⁸, precio informe en algunos casos por parte del Banco de España¹⁹).

La autorización solo puede ser concedida a personas jurídicas que tengan un establecimiento efectivo y estable en un Estado miembro de la Unión y que cumplan los requisitos de la legislación europea. Sus requisitos son menos rigurosos que los derivados de la LFFE (art. 55 LFFE), por lo que deberá procurarse la adaptación correspondiente por parte del legislador español. Recordamos a continuación los requisitos de la autorización interna, haciendo referencia a su confirmación o, en su caso, omisión en la Propuesta de Reglamento europeo.

a) Tener por objeto social exclusivo la realización de las actividades que sean propias a las PFP y, en su caso, las actividades propias de una entidad de pago híbrida²⁰ (este último inciso fue incorporado en el art. 52.3 LFFE tras dos enmiendas, al no quedar reflejado ni en el Anteproyecto ni en el Proyecto de Ley)²¹. La regulación europea omite este presupuesto, aplicándose solo la exclusividad respecto al ámbito de las PSFP, en el sentido de que solo las empresas que tengan la correspondiente autorización como PSFP pueden prestar servicios de *crowdfunding* financiero a empresas.

b) Tener su domicilio social, así como su efectiva administración y dirección, en territorio nacional o en otro Estado miembro de la UE. Este requisito se repite en el ámbito europeo (artículo 4 de la Propuesta de Reglamento).

18. Sobre la labor de la CNMV en el ámbito del *crowdfunding* resulta recomendable CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, «El control de la CNMV en el marco del *Crowdfunding* de inversión», en AA.VV., *Crowdfunding: Aspectos Legales*, cit., pp. 345-365.

19. Será necesario cuando los proyectos de financiación participativa queden instrumentados a través de «la solicitud de préstamos, incluidos los préstamos participativos» (art. 50.1.c. por remisión del art. 53.1 LFFE).

20. Sobre la gestión de pagos en el *crowdfunding*, DE LA VEGA GARCÍA, F., «La gestión de pagos en el *crowdfunding*», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2018 (nº 149), pp. 255-276.

21. Al respecto, debe tenerse en cuenta que el art. 20.1.c del Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera, dispone que «las entidades de pago estarán habilitadas para llevar a cabo... actividades económicas con arreglo a la legislación nacional y de la Unión Europea aplicable, con arreglo a la legislación comunitaria y nacional aplicables». Sin embargo, «cuando una entidad de pago realice simultáneamente otras actividades económicas distintas de los servicios de pago, y dichas actividades perjudiquen o puedan perjudicar la solidez financiera de la entidad de pago o puedan crear graves dificultades para el ejercicio de su supervisión el Banco de España podrá exigirle que constituya una entidad separada para la prestación de los servicios de pago» (art. 20.1 *in fine*).

c) Revestir la forma de sociedad de capital, constituida por tiempo indefinido. En el ámbito de la Propuesta de Reglamento no se exige expresamente la forma jurídica de la PSFP (a pesar de referirse a sus socios como «accionistas»), haciéndose solo referencia a «persona jurídica» como presupuesto esencial para la prestación de servicios de *crowdfunding* (artículo 4.1). La doctrina ya advirtió las diferencias con otros ordenamientos, en los que no se exige que la sociedad sea necesariamente de capital²², tal y como sucede en el ámbito del *crowdfunding* no financiero.

d) Disponer del capital social íntegramente desembolsado en efectivo, que con carácter general deberá ser de al menos 60.000 euros, pudiendo quedar por debajo si se suscriben determinados seguros o garantías. Debe anotarse que la exigencia de que la disposición del capital social sea «en efectivo» fue criticado durante la tramitación parlamentaria española²³. En el ámbito de la Unión Europea se incluyen como elemento de prudencia financiera (artículo 9.a de la Propuesta de Reglamento) y requisito de autorización. Se hará referencia más detallada a estos requerimientos financieros *infra*, (siguiente epígrafe), al considerar el «control financiero» como principio básico del estatuto del PSFP, tal y como se requiere en el ámbito de la LFFE (artículos 55.d y 56).

e) Que los administradores de la PFP, así como en su caso los directores generales o asimilados, sean personas de reconocida honorabilidad empresarial o profesional y posean conocimientos y experiencia adecuados en las materias necesarias para el ejercicio de sus funciones²⁴. En el ámbito europeo se incorpora la misma norma, requiriéndose la prueba de que las personas responsables de la gestión del posible PSFP «gozan de buena reputación y poseen los conocimientos y la experiencia adecuados para gestionar el posible proveedor de servicios de financiación participativa» (artículo 10.2.i). En este ámbito

22. CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, «El control de la CNMV en el marco del Crowdfunding...», cit., p. 351.

23. En concreto, se aducía que «la exigencia de que el capital social mínimo previsto en el art. 56 deba estar íntegramente desembolsado exclusivamente en efectivo es una limitación de dudosa justificación, puesto que el capital social puede estar constituido tanto por aportaciones dinerarias, no dinerarias como por compensación de créditos, otorgando la misma solvencia patrimonial y cumpliendo la misma función de garantía frente a acreedores con independencia de la forma de constitución de dicho capital social, tal y como prevé expresamente la Ley de Sociedades de Capital para cualquier tipo de sociedad. Prueba de ello es que la misma admite, en los artículos 58 y siguientes, que las sociedades de capital podrán ser objeto de aportación de bienes o derechos patrimoniales susceptibles de valoración económica (y también créditos capitalizables), y sin que estas aportaciones deban ser total o parcialmente efectuadas «en efectivo»(BOCG. Senado, apartado I, núm. 476-3181, de 24 de febrero de 2015).

24. Para la interpretación de este requisito, el art. 55.e LFFE dispone que «concorre 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. Para valorar la concurrencia de honorabilidad deberá considerarse toda la información disponible».

la norma europea obliga a la acreditar aspectos concretos, especializando así la buena reputación²⁵ y suficiencia de conocimientos y experiencia²⁶.

f) Disponer de una buena organización administrativa y contable o de procedimientos de control interno adecuados. En el ámbito europeo se alude también con carácter poco concreto a este aspecto, en el sentido de obligar a describir en la solicitud de autorización «los mecanismos de gobernanza y de control interno del posible proveedor de servicios de financiación participativa con el fin de garantizar el cumplimiento del presente Reglamento, incluidos los procedimientos contables y de gestión del riesgo» (artículo 10.1.e).

g) Disponer de los medios adecuados para garantizar la seguridad, confidencialidad, fiabilidad y capacidad del servicio prestado por medios electrónicos. Entre otras cuestiones, se pone en evidencia la importancia de la protección de los datos de carácter personal, cuando se trate de personas físicas. Al respecto, la norma europea requiere para la autorización «una descripción de los sistemas, recursos y procedimientos previstos por el posible proveedor de servicios de financiación participativa para el control y protección de los sistemas de tratamiento de datos» (artículo 10.2.f).

h) Disponer de un reglamento interno de conducta que contemple, en particular, los posibles conflictos de interés y los términos de la participación de los administradores²⁷, directivos, empleados y apoderados en las solicitudes de financiación que se instrumenten a través de la PFP. En el ámbito europeo la norma es detallada, al requerir para la autorización de PSFP la descripción de las normas internas que eviten que accionistas de la PSFP que posean el 20% o más del capital social o los derechos de voto, sus gerentes o sus empleados o cualquier persona directa o indirectamente vinculada a ellos participen en operaciones de financiación participativa ofrecidas por el posible PSFP.

25. Según el artículo 10.3.a deberá acreditarse la ausencia de antecedentes penales en lo que se refiere a condenas o sanciones por incumplimiento de la normativa nacional en vigor en los ámbitos del Derecho mercantil, la legislación sobre insolvencia, la legislación en materia de servicios financieros, la legislación de lucha contra el blanqueo, el fraude o la responsabilidad profesional, de todas las personas que participen en la gestión del posible proveedor de servicios de financiación participativa y de accionistas que posean 20% o más del capital social o derechos de voto.

26. Se requiere la prueba de que las personas que participan en la gestión del proveedor de servicios de financiación participativa poseen colectivamente los conocimientos, las capacidades y la experiencia suficientes para la gestión del proveedor de servicios de financiación participativa y de que dichas personas están obligadas a consagrar tiempo suficiente al desempeño de sus funciones (artículo 10.3.b).

27. La referencia a los administradores fue incluida tras una enmienda al texto del Proyecto de LFFE, que hacía referencia a «consejeros». Al respecto, se propuso acertadamente dicho cambio al considerar «más adecuado hacer referencia a los administradores de las plataformas en vez de sólo a los consejeros, ya que, de conformidad con la LSC, la administración de estas entidades se podrá confiar a un administrador único o a varios que actúen de forma solidaria o de forma conjunta o a un consejo de administración».

i) Prever mecanismos para que, en caso de cese de su 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. Este aspecto también es requerido en el ámbito europeo, al exigir una descripción del plan de continuidad del negocio del posible PSFP que, teniendo en cuenta la naturaleza, escala y complejidad de los servicios de *crowdfunding* proporcionados por el PSFP, establece medidas y procedimientos que garantizan, en caso de extinción del PSFP la continuidad de la prestación de servicios críticos relacionados con las inversiones existentes y la buena administración de los acuerdos entre el proveedor de servicios de *crowdfunding* y sus clientes (artículo 10.2.g).

Junto a estos nueve aspectos controlados por la autoridad competente como requisito de acceso al mercado, la Propuesta de Reglamento incluye algunas cuestiones adicionales que deben atenderse en la solicitud de autorización: una descripción del régimen de externalización del posible proveedor de servicios de financiación participativa; una descripción de los procedimientos establecidos por el posible proveedor de servicios de financiación participativa para tramitar las reclamaciones de clientes; y, en su caso, una descripción de los servicios de pago que el posible proveedor de servicios de financiación participativa tenga la intención de prestar en virtud de la Directiva (UE) 2015/2366.

2. CONTROL FINANCIERO O «REQUISITOS DE PRUDENCIA FINANCIERA»

Especial consideración presenta en el estatuto del PSFP su control financiero, dada la confianza y seguridad que debe transmitir al mercado y el interés público en equilibrar la competitividad en el sector. Así, tanto en el momento de acceso al mercado como durante toda la vigencia la de correspondiente autorización, se establecen los denominados a nivel europeo «requisitos de prudencia» (artículo 9.a), algo diferentes a los vigentes en Derecho español en relación con el *crowdfunding* financiero²⁸. Con el objeto de contrastar las diferencias se hace seguidamente un repaso a los elementos esenciales del régimen interno español para, posteriormente, valorar las diferencias en el ámbito de los prestadores europeos.

A) El artículo 56 LFFE dispone que las PFPs deberán disponer *en todo momento* (acceso y permanencia) de algunos de los siguientes elementos:

28. Por contraste, en el ámbito del *crowdfunding* no financiero no existen controles financieros del titular de la plataforma de intermediación; su consideración como «servicio de la sociedad de la información» implica la ausencia de requisitos patrimoniales especiales, dado el principio de libre prestación de servicios de la LSSICE. La mera intermediación entre demandantes de financiación y donantes escapa a los exigentes requisitos de la modalidad financiera de *crowdfunding*. Ciertamente, la consideración de donación (en algunos casos remuneratoria) aleja la figura del aportante de la de inversor y, por ello, del ámbito de los principios del Derecho del mercado financiero.

a) Como se ha aludido *supra*, un capital social íntegramente desembolsado en efectivo de, al menos, 60.000 euros. Como se observa, dicho capital coincide con el mínimo exigido para la constitución de una SA (art. 4.3 Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, LSC). Ello significa que si se decide que la forma de la PFP sea la de SA este elemento quedará automáticamente cumplido. Durante la tramitación parlamentaria se intentó disminuir a 30.000 euros el capital mínimo a estos efectos (en el Anteproyecto eran 50.000 euros), con el objeto de «impulsar el sector», enmienda que, como resulta obvio, no llegó a prosperar.

b) Un *seguro de responsabilidad civil profesional*, un *aval* u otra *garantía equivalente* que permita hacer frente a la responsabilidad por negligencia en el ejercicio de su actividad profesional, con una cobertura mínima de 300.000 euros por reclamación de daños, y un total de 400.000 euros anuales para todas las reclamaciones. Este presupuesto es especialmente adecuado para aquellas PFP que se hayan constituido como SL y su capital esté por debajo de los 60.000 euros. Aunque durante su tramitación parlamentaria las cuantías exigidas en este apartado no fueron modificadas con respecto al Proyecto de Ley, éste sí las elevó sustancialmente respecto al Anteproyecto, que exigía a la garantía una cobertura mínima de 100.000 euros por reclamación de daños, y un total de 150.000 euros anuales para todas las reclamaciones.

c) Una *combinación* de capital inicial y de seguro de responsabilidad civil profesional, aval u otra garantía equivalente que dé lugar a un nivel de cobertura equivalente al de las letras a) y b) anteriores. Entendemos que son supuestos en los que no se cumplen los elementos descritos en a) y b) pero que de su combinación deriva una garantía suficiente. Este apartado supone una novedad respecto a los Proyecto y Anteproyecto de Ley, que no lo contemplaban (fue introducido en sede de enmiendas en el Senado).

Adicionalmente a este presupuesto financiero, pero de forma acumulada al mismo, se establecen exigencias respecto a la disposición de recursos propios (suma del capital íntegramente desembolsado, prima de emisión y reservas, art. 56.4 LFEE), aplicables sólo en supuestos en los que la financiación obtenida en los últimos 12 meses por los proyectos publicados por la PFP sobrepasen determinados umbrales²⁹. Al respecto, el criterio general es que si es superior a dos millones de euros las PFPs deberán disponer de recursos propios como mínimo iguales a 120.000 euros (art. 56.2 LFEE).

Junto a este criterio general, y de forma acumulada al mismo, se exige incrementar los recursos propios totales en función de la suma de los siguientes conceptos, referidos al importe total de la financiación obtenida

29. El art. 56.5 LFEE hace referencia al incumplimiento de esta obligación: exigencia por parte de la CNMV a las incumplidoras de «la presentación de un plan para retornar al cumplimiento, así como que introduzcan en el citado plan las mejoras necesarias en cuanto a su alcance y plazo de ejecución».

en los últimos doce meses por los proyectos publicados en la PFP: a) Hasta los primeros 5.000.000 de euros, no será necesario el incremento. b) Por el importe que exceda de 5.000.000 de euros y hasta los siguientes 50.000.000 de euros, un 0,2 por ciento de dicho importe. c) Por el importe que exceda de 50.000.000 de euros, un 0,1 por ciento de dicho importe. d) No obstante lo anterior, la cuantía adicional exigible no sobrepasará los dos millones de euros.

B) En el ámbito europeo se prevé un sistema distinto, al requerir que los PSFP mantengan en todo momento garantías o «requisitos de prudencia» equivalentes a una cantidad de al menos la más alta entre: 25.000 euros o una cuarta parte de los gastos generales fijos del año anterior, revisados anualmente, que incluirán el coste de la prestación de préstamos durante tres meses cuando el proveedor de servicios de *crowdfunding* también facilite la concesión de préstamos.

La concreción de dichas «garantías prudenciales» debe realizarse en algunas de las siguientes formas: a) Fondos propios, que integran los elementos de capital ordinario de nivel 1 referidos en artículos 26 a 30 del Reglamento (UE) 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) no 648/2012. b) Un seguro que, con las condiciones mínimas establecidas en el Reglamento (art. 9.a.2), cubra los territorios de la Unión donde las ofertas de *crowdfunding* se comercializan activamente o una garantía comparable. c) Una combinación de a) y b).

Estos criterios de prudencia financiera que deben imperar en el comienzo y desarrollo de la actividad de *crowdfunding* se refuerzan con deberes de gestión prudente respecto a los productos que el PSFP debe ofrecer. Al respecto, y con carácter general, el artículo 5.2.a obliga a considerar en la fijación de una determinada oferta de financiación «una evaluación razonable del riesgo de crédito del proyecto de *crowdfunding* o del propietario del proyecto antes de que se haga la oferta de *crowdfunding*» y «basar su evaluación del riesgo de crédito en información suficiente, incluidas las cuentas auditadas que cubren los dos últimos ejercicios financieros».

3. DEBERES DE INFORMACIÓN O TRANSPARENCIA. ASPECTOS GENERALES

La confianza de inversores y usuarios de los servicios financieros de los proveedores de *crowdfunding* es clave para el desarrollo de esta técnica de micro-financiación, requiriéndose por ello un alto nivel de información o transparencia al mercado. En el ámbito europeo, al margen de la alusión a la información a lo largo de todo el Reglamento, se dedica un capítulo a la «transparencia y prueba inicial de conocimientos por parte de los proveedores de servicios de financiación participativa» (artículos 14-18) y otro a las «comunicaciones publicitarias» (artículos 19 y 20), procurando ofrecer a los

clientes un nivel exhaustivo de información, especialmente a los considerados *non-sophisticated*³⁰.

El bien jurídico protegido con estas disposiciones es la «imparcialidad» y la «veracidad» en relación con los costes, riesgos financieros, condiciones y cargas relacionados con los servicios o inversiones de financiación participativa, incluida más específicamente la información sobre los riesgos de insolvencia del proveedor de servicios de financiación participativa y los criterios de selección de los proyectos de financiación participativa. Con este objetivo se combinan deberes generales y concretos, de modo análogo, pero no idéntico, con el Derecho interno español. Sin ánimo de exhaustividad, pues su estudio pormenorizado trasciende al objeto de este trabajo, pueden destacarse algunas cuestiones.

Con carácter general, se requiere poner a disposición determinada información en la página *web* del proveedor de servicios de financiación, de forma accesible, permanente, actualizada, gratuita y fácilmente visible (art. 61.2 LFEE), así como «clara, oportuna, suficiente, accesible, objetiva y no engañosa» (arts. 60.3 LFFE y 19.2 de la Propuesta de Reglamento). Las cuestiones que deben ser incluidas en los citados espacios *web* no son las mismas en las normas europeas y españolas. Así, mientras en el ámbito interno están recogidas en el artículo 61 LFFE³¹, la Propuesta de Reglamento incluye las siguientes

30. De acuerdo con el considerando 29 de la Propuesta de Reglamento, la distinción entre inversores cualificados y no cualificados debe basarse en la distinción entre clientes profesionales y clientes minoristas establecida en la Directiva 2014/65 /UE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la MiFID II. Con carácter general, y atendiendo al anexo de la Directiva 2014/35/UE es cliente profesional (el minorista se define por contraposición) «todo cliente que posee la experiencia, los conocimientos y la cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar correctamente los riesgos inherentes a dichas decisiones».
31. Concretamente (art. 61 LFFE): a) El funcionamiento básico de la plataforma, incluida la forma de selección de los proyectos de financiación participativa, la forma en la que se recibe y trata la información suministrada por los promotores y los criterios para su publicación, que deberán ser homogéneos y no discriminatorios. b) La advertencia de que la PFP no ostenta la condición de empresa de servicios de inversión, ni entidad de crédito y de que no está adherida a ningún fondo de garantía de inversiones o fondo de garantía de depósitos. c) La advertencia 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, ni, en el caso de emisión de valores, constituye un folleto informativo aprobado por la CNMV. d) Las medidas y los medios organizativos adoptados para minimizar el riesgo de fraude y el riesgo operacional. e) En el caso de que la PFP proporcione información sobre el número o el porcentaje de incumplimientos, tasa de morosidad, la rentabilidad u otra variable análoga, deberá también informar sobre cómo define cada variable y cómo se han realizado los cálculos. f) Los procedimientos y medios a través de los cuales se invierte en los proyectos, ya sea mediante la suscripción de acciones, participaciones u otros valores representativos de capital y obligaciones o mediante la participación en la concesión de préstamos. g) Las tarifas aplicables a los inversores y a los promotores, el procedimiento de contratación y la forma de facturación. h) Las medidas adoptadas para evitar los conflictos de interés. i) Información acerca de los

más específicas (art. 14 de la Propuesta de Reglamento): a) información de que sus servicios de *crowdfunding* no están cubiertos por el esquema de garantía de depósitos establecido de conformidad con la Directiva 2014/49/UE y que los valores transferibles o los instrumentos admitidos para fines de *crowdfunding* adquiridos a través de su plataforma de *crowdfunding* no están cubiertos por el esquema de compensación para inversores establecido de conformidad con la Directiva 97/9/CE. b) el período de reflexión para los *non-sophisticated*. Dicha información se proporcionará en un lugar destacado en cada página de cada sitio web y aplicación móvil del proveedor de servicios de *crowdfunding* que contenga una oferta para invertir en un proyecto de *crowdfunding*. c) Adicionalmente, en los casos de prestación de servicios de *crowdlending*, se requiere incluir y actualizar las tasas de incumplimiento de los préstamos otorgados a través de su plataforma de *crowdfunding*, que deberán cubrir un período mínimo de cinco años a partir de la fecha en que las tasas de incumplimiento estén disponibles (art. 14.4 de la Propuesta de Reglamento)³².

procedimientos y sistemas establecidos por los que se harán llegar al promotor los fondos de los inversores y por los que los inversores recibirán la remuneración de los capitales invertidos y en el caso de que exista intermediación en los pagos, el nombre de la entidad autorizada a prestar tal servicio y su número de registro. j) Los procedimientos y medios para la presentación de quejas y reclamaciones por parte de los clientes y los procedimientos para resolverlos. k) En su caso, los procedimientos y medios a través de los cuales la PFP ofrece algún servicio de recobro de deudas. l) Los mecanismos para que, en caso de cese de la actividad de la PFP, se sigan prestando todos o parte de los servicios a los que se comprometió frente a los proyectos de financiación participativa que hubieran obtenido financiación. También deberán informar de las consecuencias que conllevaría para los inversores y promotores la falta de activación de dichos mecanismos. m) La identidad de los auditores de la PFP.

32. En el caso del *crowdlending*, el Derecho interno español establece deberes de información tanto en relación con el *promotor* como con los *préstamos*. Respecto al *promotor*, si se trata de persona jurídica, los requisitos de información se asimilan a los establecidos en relación con los promotores que emitían valores (art. 78 por remisión del 75.1 LFFE). Si fuera persona física, los proyectos deberán contener, al menos, la siguiente información: «a) Currículum vitae. b) Domicilio a efecto de notificaciones. c) Descripción de la situación financiera y endeudamiento (art. 75.2 LFFE). En relación con los *préstamos*, los proyectos de financiación participativa instrumentados contendrán, al menos, tanto información general como específica». Respecto a la primera se requiere la siguiente (art. 76.1 LFFE): «a) Una breve descripción de las características esenciales del préstamo y de los riesgos asociados a la financiación. b) Modo de formalización del préstamo y, en caso de formalización mediante escritura pública, lugar de su otorgamiento e indicación de quién correrá con dichos gastos. c) Descripción de los derechos vinculados a los préstamos y su forma de ejercicio, incluida cualquier limitación de esos derechos». Desde un punto de vista más específico, se requiere asimismo que se informe sobre los siguientes aspectos (art. 76.2 LFFE): «a) El tipo de préstamo, importe total del préstamo y la duración del contrato de préstamo. b) La tasa anual equivalente, calculada de acuerdo con la fórmula matemática que figura en la parte I del anexo I de la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo. c) El 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. d) La tabla de amortizaciones con el importe, el número y la periodicidad de los pagos que deberá efectuar el promotor. e) El tipo de interés de demora, las modalidades para su adaptación y, cuando procedan, los gastos por impago y una advertencia sobre las

B) Con carácter más concreto, la norma europea incluye la denominada «Ficha de información esencial en materia de inversión» (art. 16), que, en alguno de los idiomas oficiales, deberá contener al menos el siguiente contenido, de forma permanentemente actualizado: a) información del anexo I de la Propuesta de Reglamento (completa enumeración de aspectos identificativos y técnicos de las diferentes ofertas de inversión); b) una declaración explicativa según la que se informe que la oferta de financiación participativa no ha sido verificada ni aprobada por las autoridades nacionales competentes o ESMA; y c) una advertencia del riesgo de las ofertas de financiación participativa, incluyendo la pérdida parcial o total del dinero invertido.

Estos aspectos están incluidos en el ámbito del Derecho interno español. Así, en el ámbito del *crowdinvesting*, se establece en primer lugar el deber de advertir «de los riesgos que implica para los inversores la participación en préstamos o la suscripción de las acciones, participaciones u otros valores representativos de capital y obligaciones a través de la PFP y, en todo caso, el riesgo de pérdida total o parcial del capital invertido, el riesgo de no obtener el rendimiento dinerario esperado y el riesgo de falta de liquidez de la inversión» (arts. 61.1.b y 81.1.c LFFE). Más concretamente, «en el caso de financiación mediante emisión de acciones, se deberá informar además del riesgo de dilución de la participación en la sociedad, del riesgo de no recibir dividendos y del riesgo de no poder influir en la gestión de la sociedad». Mientras, «en el caso de financiación mediante emisión de participaciones sociales u otros valores representativos de capital, se deberá informar además del riesgo de dilución, del riesgo de no recibir dividendos, del riesgo de no poder influir en la gestión de la sociedad y de las restricciones a la libre transmisibilidad inherentes a su régimen jurídico» (art. 61.1.b LFFE). La omisión de la información requerida genera una especial responsabilidad del órgano de administración de la PFP frente al inversor³³.

4. NORMAS DE CONDUCTA: CONFLICTOS DE INTERÉS, ACTIVIDAD PUBLICITARIA Y CONSERVACIÓN DE LA INFORMACIÓN

Uno de los aspectos en que las legislaciones internas han prestado especial atención es el de las normas de conducta de los proveedores de servicios de *crowdfunding*³⁴. En España, la LFFE establece unos principios generales,

consecuencias en caso de impago. f) 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 indemnización».

33. Esta responsabilidad es estudiada especialmente en VERDÚ CAÑETE, M.J., «Administradores sociales de plataformas y promotoras de *crowdfunding*. Responsabilidad frente al inversor», *Anuario de Capital Riesgo*, 2017, pp. 69-90.

34. En el ámbito del régimen jurídico español *vid.* especialmente SÁNCHEZ RUIZ, M., «Las normas de conducta de las plataformas de financiación participativa», en AA.VV., *Crowdfunding: cooperación colectiva...*, cit., pp. 303-337.

según los que las «las plataformas de financiación participativa deberán ejercer su actividad de acuerdo con los principios de neutralidad, diligencia y transparencia y con arreglo al mejor interés de sus clientes» (art. 60 LFEE), aplicables respecto a inversores y promotores³⁵. De forma similar, la Propuesta de Reglamento se refiere a que «los proveedores de servicios de financiación participativa deberán actuar de manera honesta, cabal y profesional atendiendo al mejor interés de sus clientes y clientes potenciales» (art. 4.2), incidiendo especialmente en la gestión prudente (art. 5) y la transparencia (tratada transversalmente en el Capítulo IV).

Entre las normas de conductas más destacables de la legislación española y reiteradas a nivel europeo destacan el tratamiento de las situaciones de conflicto de interés, actividad publicitaria y conservación de la información.

A) En relación con las situaciones de *conflicto de interés*³⁶ la posición de la PFP es privilegiada respecto a los dos lados del mercado (oferta y demanda)³⁷. Para tutelar los intereses en presencia (principalmente de inversores) se obliga a las plataformas a establecer y aplicar una política efectiva en materia de conflictos de interés, que «se hará pública en su página web y se ajustará al tamaño y organización de la PFP, así como a la naturaleza, escala y complejidad de sus negocios» (art. 62.1 LFFE). En particular, «los administradores, altos directivos y empleados de la PFP no podrán: a) Realizar actividades que puedan dar lugar a un conflicto de interés ni hacer un uso inadecuado o divulgar indebidamente información confidencial, ni b) realizar recomendaciones personalizadas a los inversores sobre los proyectos publicados en la PFP». Además, «los socios de las plataformas de financiación participativa sólo podrán asesorar a inversores sobre los proyectos publicados en la plataforma cuando estén autorizados a prestar el servicio de asesoramiento financiero al que se refiere el artículo 63.1.g) de la Ley del Mercado de Valores y apliquen una política efectiva en materia de conflictos de intereses» (art. 62.3 LFFE).

Sin perjuicio de este tratamiento de las situaciones de conflicto de interés, y como excepción al deber de neutralidad, la LFFE prevé la participación de

35. *Ibidem*, p. 316.

36. Al respecto, recordamos que «según una acepción general, el conflicto de intereses consiste en la relación de oposición o contradicción entre intereses pertenecientes a sujetos distintos, de manera que la satisfacción del interés de un sujeto tiene como consecuencia natural el sacrificio del interés del otro» (SÁNCHEZ RUIZ, M., «Las normas de conducta de las plataformas...», cit., p. 330 y bibliografía citada en nota 103).

37. Recuérdese que el *crowdfunding* se presenta como un mercado «de dos lados» (*two-sided markets*), en los que claramente se diferencian dos clases de usuarios que se necesitan mutuamente para el buen funcionamiento del sistema (EVANS, D.S., «Governing bad behavior by users of multi-sided platforms», *Berkeley Technology Law Journal*, nº 27, 2012, p. 1203; EVANS, D.S., «Defining antitrust markets when firms operate two-sided platforms», *Columbia Business Law Review*, nº 3, 2005, p. 668).

las PFPs (y sujetos relacionados³⁸) en proyectos publicados en su *web*³⁹, así como la publicación de proyectos de los que sean promotoras⁴⁰, prohibiendo expresamente la participación de dichas PFPs en «proyectos publicados por otras plataformas de financiación participativa» (art. 63.4 LFFE).

A nivel europeo la protección frente a situaciones de conflictos de interés es tratada en el artículo 7 de la Propuesta de Reglamento, estableciéndose como principio que los PSFP «no tendrán participación financiera alguna en las ofertas de financiación participativa que se encuentren en sus plataformas de financiación participativa» (art. 7.1), debiendo mantener y aplicar «normas internas eficaces para evitar conflictos de interés» (art. 7.3). Además, deberán adoptar «todas las medidas adecuadas para prevenir, detectar, gestionar y comunicar los conflictos de interés entre, por una parte, los propios proveedores de servicios de financiación participativa, sus accionistas, directivos,

38. Concretamente, se trata de «los administradores, altos ejecutivos y socios con participación significativa de las plataformas de financiación participativa, y a los cónyuges o personas con quienes estos convivan en análoga relación de afectividad así como a sus familiares hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad; respecto de los proyectos de los que sean promotores y sean publicados en las páginas web de sus respectivas plataformas» (art. 63.3 LFFE).

39. Los requisitos en este caso son los siguientes (art. 63.1 LFFE): a) El objetivo de financiación agregado de dichos proyectos no superará en cada ejercicio el 10 por ciento de los fondos efectivamente recaudados por todos los proyectos de financiación participativa publicados en su página web en el ejercicio inmediatamente anterior. b) Las plataformas de financiación participativa informarán inmediatamente a los inversores de forma clara y accesible de los proyectos de los que ellas o las personas relacionadas en el apartado siguiente fuesen promotores. Durante la tramitación parlamentaria se intentó elevar el porcentaje del 10 al 30%, enmienda que no prosperó. Su justificación fue la siguiente: «se considera que establecer un porcentaje tan reducido impediría injustificadamente la publicación de proyectos de los que las plataformas de financiación participativa fueren promotoras. Por ello, se propone elevar el mínimo porcentual del 10% al 30% de los fondos efectivamente recaudados por todos los proyectos de financiación participativa publicados en su página web en el ejercicio inmediatamente anterior». También se intentó que dicha limitación no fuera de aplicación en el supuesto que el Proyecto de financiación no se hubiera cubierto en el plazo establecido y se haya dado la oportunidad al resto de inversores de invertir de manera preferente frente a la propia plataforma; se entendió por los proponentes de la enmienda que «Siempre que se dé la oportunidad a todos los inversores a participar en los proyectos de manera preferente frente a la plataforma, es injusto para los promotores no permitir que las plataformas participen en los proyectos con la finalidad de que dichos proyectos no queden «desiertos» y sin financiación. El texto propuesto protege a los inversores totalmente ya que tienen preferencia frente a la plataforma y permite que los proyectos no queden «desiertos» si la plataforma tiene recursos para financiarlos».

40. En este sentido, «las plataformas de financiación participativa sólo podrán publicar proyectos de los que sean promotoras en su propia página web conforme a los siguientes requisitos: a) El objetivo de financiación agregado de dichos proyectos no superará en cada ejercicio el 10 por ciento de los fondos efectivamente recaudados por todos los proyectos de financiación participativa publicados en su página web en el ejercicio inmediatamente anterior. b) Las plataformas de financiación participativa informarán inmediatamente a los inversores de forma clara y accesible de los proyectos de los que ellas o las personas relacionadas en el apartado siguiente fuesen promotores» (art. 63.2 LFFE).

empleados o cualquier persona ligada directa o indirectamente a ellos por vínculos de control» (art. 7.4).

En una primera etapa de la tramitación del Reglamento se exceptuaba la participación de las PSFP en determinados proyectos, pudiendo tener una participación financiera en una oferta de financiación participativa que se encontrara en sus plataformas de financiación participativa cuando se pusiera claramente a disposición de los clientes información sobre dicha participación mediante la publicación de procedimientos de selección claros y transparentes. No obstante, la última versión omite cualquier posibilidad de «proyecto vinculado». Además, la prohibición se extiende a un círculo más reducido que el previsto en la LFFE, al aumentar del 10% (arts. 63.3 y 57.3 LFFE) al 20% (art. 7.2 Propuesta de Reglamento) el porcentaje para prohibir la aceptación como cliente a accionistas de la PSFP, manteniéndose la relativa a directivos o otra persona ligada directamente a esos accionistas y directivos por vínculos de control, tal como se define en el artículo 4, apartado 1, punto 35, letra b), de la Directiva 2014/65/UE.

B) En relación con su *actividad publicitaria* la Propuesta de Reglamento sigue la línea de la legislación española, que controla la objetividad⁴¹ y neutralidad respecto a los proyectos publicitados (art. 64 LFFE). En el ámbito europeo los deberes de conducta concretados a las comunicaciones publicitarias se recogen en el Capítulo V (arts. 19 y 20), regulando tanto deberes de las PSFP como de las autoridades nacionales.

C) Finalmente, respecto a la *conservación de la información*, el artículo 18 de la Propuesta de Directiva establece el deber de que las PSFP conserven todos los documentos relacionados con sus servicios y operaciones, así como los acuerdos celebrados con sus clientes en un soporte duradero durante un período de cinco años. Esta norma también está prevista en el artículo 65 LFFE, al disponer que «las plataformas de financiación participativa deberán conservar a disposición de la CNMV la información a la que se refiere este título durante, al menos, cinco años».

IV. SUPERVISIÓN, INSPECCIÓN Y SANCIÓN

La Propuesta de Reglamento presta atención a la intervención administrativa, delegando en las autoridades correspondientes de los Estados miembros la atribución de las facultades de supervisión, inspección y sanción (incluso penal), así como los detalles de la regulación. La legislación española ya tiene experiencia en estas cuestiones, ya que atribuye facultades de intervención administrativa a la CNMV, en cooperación con el Banco de España, en los artículos 89 –93 LFFE⁴².

41. Al respecto el art. 64.2 LFFE dispone que «las plataformas de financiación participativa podrán publicitar y realizar comunicaciones de carácter comercial sobre proyectos concretos de financiación participativa siempre y cuando la selección de los mismos se base en criterios objetivos y no discriminatorios sobre los que se informará a los clientes».

42. Sobre estas facultades, PARDO LÓPEZ, M., «A vueltas con la regulación y el control administrativo», en AA.VV., *Crowdfunding: cooperación colectiva...*, cit., pp. 271-302.

La Propuesta de Reglamento otorga libertad a los Estados para designar la autoridad competente para supervisar, inspeccionar y sancionar a las PSFP y otras personas, posibilitándose que sea una única autoridad o varias (delimitando con precisión en estos casos el ámbito de competencia de cada una). Asimismo, establece un contenido mínimo que debe ser atendido por los Estados miembros, en lo que afecta a las facultades de investigación, supervisión y sanción, por lo que nada impediría en teoría un endurecimiento de las mismas. Las medidas acogidas por cada sistema deberán ser «efectivas, proporcionadas y disuasorias».

En el ámbito de las facultades de investigación la legislación española está adaptada a los requerimientos europeos, al establecer el artículo 90.1 LFFE que la CNMV «dispondrá de todas las facultades de inspección, supervisión y sanción previstas en esta Ley y en el resto del ordenamiento jurídico para el ejercicio de sus funciones». Las facultades se han diseñado desde una perspectiva amplia, considerándose que tanto las PFP como otras personas físicas o jurídicas sospechosas de intrusismo están obligadas a poner a disposición de la CNMV o, en su caso, del Banco de España, libros, registros y documentos, sea cual fuere su soporte, que se consideren precisos para el adecuado ejercicio de sus funciones, incluidos los programas informáticos (art. 90.6 LFFE). La investigación de las autoridades competentes se ve facilitada en el ámbito de la legislación española por la imposición de deberes específicos de suministro de información a las PFP relativa a cambios en su estructura accionarial o distribución de participaciones y, al cierre de su ejercicio, la relativa a determinados aspectos contables⁴³.

Una de las facultades más sensibles de investigación es la inspección, también establecida como necesaria por la Propuesta de Reglamento. Esta actuación es proclive a afectar a derechos fundamentales, estableciéndose que «el domicilio es inviolable» y que «ninguna entrada o registro podrá hacerse en él sin consentimiento del titular o resolución judicial, salvo en caso de flagrante delito» (el art. 18.2 de la Constitución española)⁴⁴. Conviene recordar que resulta pacífico en la jurisprudencia española y europea

43. Especialmente, se requiere la siguiente documentación: a) Las cuentas anuales auditadas, acompañadas del correspondiente informe de auditoría. b) Una Memoria que contenga: 1.º Un resumen de las categorías de proyectos publicados a través de la página web, financiación alcanzada y proyectos que no han conseguido financiación y, en el caso de disponer de información al respecto, tasa de morosidad y número y porcentaje de incumplimientos y fallidos. También deberá incorporar información general sobre los proyectos que no han sido seleccionados para su publicación, así como las categorías de razones que han motivado este hecho. 2.º En su caso, la identidad de la entidad de crédito o empresa de servicios de pago contratados por la plataforma de financiación participativa para intermediar en los pagos realizados por los inversores y los promotores. 3.º En su caso, las acciones judiciales, quejas y reclamaciones presentadas por los clientes. 4.º En el caso de que gestionen un sistema propio de cobertura de pérdidas, su volumen y pérdidas a las que se haya hecho frente.

44. Debe recordarse que la autorización judicial corresponde en España al correspondiente Juzgado de lo Contencioso-administrativo, requiriéndose también, de forma simultánea a la entrada, instrucción de derechos (PARDO LÓPEZ, M., «A vueltas con la regulación...», cit., p. 291).

que este nivel de protección comprende también al domicilio de las personas jurídicas⁴⁵.

Con el objeto de que la supervisión e investigación por parte de las autoridades nacionales sean lo más efectivas posible, la Propuesta de Reglamento incluye posibilidades de cooperación entre dichas autoridades, especialmente en supuestos en que las investigaciones o inspecciones deben llevarse a cabo en otro Estado miembro. Asimismo, se incluye la intervención de la ESMA en determinadas situaciones, recordándose las soluciones que pueden ofrecerse desde dicha autoridad a desacuerdos entre autoridades competentes en situaciones transfronterizas, en aplicación del artículo 19 del Reglamento (UE) 1095/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

En relación con los poderes sancionadores, resulta destacable que la Propuesta de Reglamento prevé sanciones pecuniarias distintas a las del sistema vigente en España, contenido en el artículo 93 LFFE. Según este régimen, las máximas previstas en la actualidad son multas por importe de entre el triple y el quintuplo del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción, de entre el 5 por ciento y el 10 por ciento del volumen de negocios neto anual total o de entre 75.000 y 200.000 euros. En la Propuesta de Reglamento se prevé un máximo de, al menos, el doble de las ganancias obtenidas o las pérdidas evitadas por la infracción; como se puede comprobar supone un mínimo, estableciendo un límite más alto la legislación española en la actualidad. Si ello no pudiera ser determinado se establece un máximo de 500.000 euros.

45. El TC pronto aclaró que «nuestro Texto Constitucional, al establecer el derecho a la inviolabilidad del domicilio, no lo circunscribe a las personas físicas, siendo pues extensivo o predicable igualmente en cuanto a las personas jurídicas, del mismo modo que este Tribunal ha tenido ya ocasión de pronunciarse respecto de otros derechos fundamentales, como pueden ser los fijados en el artículo 24 de la CE. En suma, la libertad del domicilio se califica como reflejo directo de la protección acordada en el ordenamiento a la persona, pero no necesariamente a la persona física, desde el momento en que la persona jurídica venga a colocarse en el lugar del sujeto privado comprendido dentro del área de la tutela constitucional, y todas las hipótesis en que la instrumentación del derecho a la libertad no aparezcan o sean incompatibles con la naturaleza y la especialidad de fines del ente colectivo» (STC 137/1985, de 17 de octubre (RTC 1985, 137), «Derivados de Hojalata, S.A.»). En el ámbito mercantil debe recordarse que la STC 69/1999, de 26 de abril (RTC 1999, 69) («Ingeniería Electrónica de Consumo, S.A.»), resolvió que la protección constitucional del domicilio de las sociedades mercantiles sólo se extendía a espacios físicos indispensables para desarrollar su actividad sin intromisiones ajenas (por ser centro de dirección de la sociedad o de un establecimiento dependiente de la misma o servir a la custodia de los documentos u otros soportes de la vida diaria de la sociedad o de su establecimiento que quedan reservados al conocimiento de terceros). En el ámbito europeo, por ejemplo, puede consultarse al respecto la Sentencia del Tribunal Europeo de Derechos Humanos de 16 de abril de 2002 (JUR 2002, 132780) (As. *Stés Colas* y otros contra Francia).

Como novedad, se prevén en la Propuesta de Reglamento mecanismos efectivos para alentar y permitir la notificación de infracciones reales o potenciales del Reglamento, dada la importancia que la colaboración de los afectados tiene para las labores de investigación. Dichos mecanismos van encaminados a garantizar protección a los denunciantes. Sobre este aspecto es importante recordar la Directiva (UE) 2019/1937 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2019, relativa a la protección de las personas que informen sobre infracciones del Derecho de la Unión, que actualmente está en proceso de transposición al Derecho de los Estados miembros (su fecha máxima es 17 de diciembre de 2021).

V. CONCLUSIONES

Tras más de dos años desde que se incluyó como medida de fomento de la Unión de los Mercados de Capitales, la regulación europea de los proveedores de servicios de financiación participativa de crédito o inversión para empresas está en su última etapa, en la que el Parlamento y el Consejo han llegado a un acuerdo que parece definitivo. Se pretende así aprovechar el auge de la financiación participativa a empresas a través de medios digitales, eliminando barreras que posibiliten una cifra de negocios asimilables a la obtenida mediante este instrumento en otros países.

La regulación europea reduce su ámbito de aplicación respecto a las regulaciones existentes a nivel de Estados miembros, y especialmente a la española, al excluir los servicios de financiación participativa en la que los promotores o financiados sean consumidores y centrarse en el reforzamiento del sistema para la financiación de empresas, que sea óptimo para las de carácter transfronterizo. La incompatibilidad de las autorizaciones entre prestadores nacionales y europeos en la última versión de la propuesta implica que estos servicios de financiación de consumidores se consoliden como las principales operaciones de los prestadores nacionales, una vez que transcurra el período transitorio establecido en el Reglamento europeo.

Los principios básicos del estatuto previsto de los proveedores europeos coinciden en esencia con los existentes a nivel de prestadores autorizados en España (PFP), aunque presentan algunas peculiaridades reseñables. Mientras que el hecho del control de acceso a la prestación de estos servicios es análogo (autorización administrativa), debido entre otras cuestiones a su cercanía con el ámbito de actuación de las entidades de crédito, los presupuestos incluidos en el Reglamento parecen *a priori* menos exigentes que los establecidos en España en la actualidad. En este sentido, la omisión expresa a su objeto social exclusivo o la aparente apertura a formas sociales distintas a la Sociedad de Capital son algunos exponentes de dichas diferencias. En el ámbito del control financiero, y aunque de forma distinta al existente a nivel interno, se regulan requisitos razonables de prudencia mínimos, vía fondos propios, seguros o una combinación de ambos instrumentos.

Al igual que en las normas sobre prestadores nacionales, el legislador europeo es consciente de la importancia de mantener un nivel elevado de confianza, sustentado desde el fomento y protección de actividades de información y transparencia. La concreción de las mismas se hace de forma análoga, aunque no idéntica, a las normas sobre prestadores nacionales. La inclusión de normas sobre conflictos de interés, actividad publicitaria y conservación de la información evidencian también una preocupación entendible sobre el nivel de confianza necesario para no mermar la evolución de esta clase de financiación participativa. A lo largo de la tramitación normativa del Reglamento se ha observado un endurecimiento de algunos criterios relativos a estas cuestiones.

VI. BIBLIOGRAFÍA CITADA

- AA.VV., *Problemas actuales y recurrentes en los mercados financieros: Financiación alternativa, gestión de la información y protección del cliente* (Dir. MARIMÓN DURÁ, R. y MARTÍ MIRAVALLS, J.), Aranzadi, 2018.
- AA.VV., *Crowdfunding: cooperación colectiva al Servicio de la financiación*, (Coord. LÁZARO SÁNCHEZ, E./DE LA VEGA GARCÍA, F), Aranzadi, 2018.
- AA.VV., *Crowdfunding: aspectos legales* (Coord. MORENO SERRANO, E./CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L.), Aranzadi, 2016.
- AA.VV., *La regulación del Shadow Banking en el contexto de la reforma del mercado financiero* (dir. MARIMÓN DURÁ, R.), Aranzadi, 2015.
- ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, «El equity crowdfunding o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación», *Cuadernos de Derecho y Comercio*, n° 61, 2014, pp. 13-58.
- DE LA VEGA GARCÍA, F, «La gestión de pagos en el crowdfunding», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2018 (n° 149), pp. 255-276.
- DE LA VEGA GARCÍA, F, «Diversidad jurídica en el tratamiento del Crowdfunding», *Revista Lex Mercatoria*, n° 5, 2017, pp. 121-128.
- EVANS, D.S., «Governing bad behavior by users of multi-sided platforms», *Berkeley Technology Law Journal*, n° 27, 2012, pp. 1201-1250.
- EVANS, D.S., «Defining antitrust markets when firms operate two-sided platforms», *Columbia Business Law Review*, n° 3, 2005, pp. 667-701.
- GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *Plataformas de financiación participativa y «Financial Crowdfunding»*, Tirant lo Blanch, 2016.
- VERDÚ CAÑETE, M.J., «Administradores sociales de plataformas y promotoras de crowdfunding. Responsabilidad frente al inversor», *Anuario de Capital Riesgo*, 2017, pp. 69-90.

