

ANÁLISIS DE LOS CONFLICTOS DE INTERÉS EN LA FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA: ALERTAS Y PROPUESTAS EN UN NUEVO ESCENARIO DE INTERACCIÓN FINANCIERA

JOSÉ ALONZO JIMÉNEZ ALEMÁN

Gerencia Jurídica del Banco Central de Reserva del Perú

Revista de Derecho del Sistema Financiero 1

<https://doi.org/10.32029/2695-9569.01.07.2021>

Marzo 2021

Págs. 223–274

RESUMEN: El autor analiza las implicaciones de los conflictos de interés en el funcionamiento de las plataformas de financiación participativa («crowdfunding») en el ámbito de España, lo cual implica: (i) interpretar el alcance del principio de neutralidad en este escenario de disrupción financiera; y (ii) el análisis de supuestos específicos de conflictos de interés, aportando soluciones para su mejor comprensión y gestión. El primer objetivo del trabajo es comprender la razonabilidad del nivel de regulación propuesto por el legislador español, con especiales referencias a la reciente normativa europea, lo cual implica (entre otras cosas) una matización del principio de neutralidad. El segundo objetivo es plantear un conjunto de buenas prácticas para la gestión de conflictos de interés. Se advierte que en este nuevo escenario no basta con la implementación de soluciones clásicas como la revelación, sino más bien soluciones «sui generis» para cada caso en concreto.

PALABRAS CLAVE: Plataformas de financiación participativa, Financiación participativa, Neutralidad, Conflicto de interés, Proporcionalidad, Transparencia.

ABSTRACT: The author analyzes the implications of conflicts of interest in the operation of crowdfunding intermediary platforms, which implies: (i) interpreting the scope of the principle of neutrality in this new scenario of financial disruption and (ii) the analysis of specific conflicts of interest assumptions, providing solutions for better understanding and management. The first objective of this work is to understand the reasonableness of the level of regulation proposed by the Spanish legislator, with special references to recent european regulations, which involves (among other things) a nuance of the principle of neutrality. The second objective is to propose a set of good practices for the management of conflicts of interest. It is remarkable that in this new scenario the implementation of classic solutions such as disclosure is not enough, but rather «sui generis» solutions are required for each specific case.

KEYWORDS: Crowdfunding intermediary platforms, Crowdfunding, Neutral manner, Conflict of interest, Proportionality, Transparency.

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN. II. FUNDAMENTO DE LA REGULACIÓN. 1. *Selección adversa y transparencia*. 2. *Riesgo moral e incentivos adecuados en la contratación*. 3. *Poder de mercado y barreras de entrada*. 4. *Mantener la integridad del mercado*. III. FUNCIONAMIENTO DE LAS PLATAFORMAS DE «CROWDFUNDING»: FUNCIONES Y PRINCIPIOS DE ACTUACIÓN. IV. CONFLICTO DE INTERÉS: REFERENCIAS AL CONCEPTO, CAUSAS, JUSTIFICACIÓN Y HERRAMIENTAS DE SOLUCIÓN. V. PRINCIPIO DE NEUTRALIDAD EN EL «CROWDFUNDING». 1. *Alcance del principio*. 2. *El principio de neutralidad como una directriz que colisiona con los incentivos de las plataformas*. 3. *Fundamentos que explicarían las excepciones expresas a una aplicación rígida del principio de neutralidad*. 4. *La necesaria flexibilización del principio de neutralidad en la gestión del conflicto de interés en el ámbito del «crowdfunding»*. VI. LOS CONFLICTOS DE INTERÉS EN EL «CROWDFUNDING»: DETECCIÓN Y PROPUESTA DE TRATAMIENTO. 1. *Primer caso: El inversor (fondo de inversión) paga una retribución al PFP cada vez que se le “comunica” el lanzamiento de proyectos con determinadas características*. 1.1. Descripción del caso. 1.2. Propuesta de solución. 2. *Segundo caso: El promotor paga una retribución al PFP por conseguir la meta de financiación*. 2.1. Descripción del caso. 2.2. Propuesta de solución. 3. *Tercer caso: El promotor contrata con el PFP la prestación de un servicio de publicidad*. 3.1. Descripción. 3.2. Propuesta de solución. 4. *Cuarto caso: el PFP invierte en un proyecto de la propia plataforma*. 4.1. Descripción. 4.2. Propuesta de solución. 5. *Quinto caso: el PFP es promotor de un proyecto de la propia plataforma*. 5.1. Descripción del caso. 5.2. Propuesta de solución. VII. CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES. VIII. BIBLIOGRAFÍA. IX. DOCUMENTACIÓN.

I. INTRODUCCIÓN

Los conflictos de interés implican situaciones en las que vemos enfrentadas nuestras legítimas expectativas de obtener un determinado resultado con el interés de otra persona por conseguir un desenlace opuesto. En el ámbito profesional, este tipo de situaciones forman parte de nuestro día a día, pues –debido a nuestra condición de sujetos racionales– actuamos con el objetivo de optimizar nuestros beneficios, lo cual en muchos casos significará preferir la satisfacción de nuestro interés.

Imaginemos la situación de una persona no experimentada en materia de finanzas que solicita información a un proveedor de servicios de financiación participativa sobre las oportunidades de inversión que cumplan determinadas características. Ante ello, el proveedor lógicamente priorizará en su lista aquellos proyectos que –cumpliendo las características señaladas por el potencial inversor– le ofrecen una comisión mayor o tenga alguna vinculación. Aquí tenemos un frecuente conflicto de interés: (i) por un lado, la plataforma tendrá el interés de priorizar los proyectos que, cumpliendo con los requerimientos del cliente, le generen una mayor comisión, o incluso en los que sus partes vinculadas participen como inversores; y, por otro lado, (ii) el interés del potencial inversor no experimentado de invertir su dinero en la opción más adecuada en términos de rentabilidad.

La situación descrita es un buen ejemplo para demostrar que no todos los conflictos de interés *per se* deben ser proscritos por el ordenamiento jurídico pues muchos responden a la legítima expectativa de una persona (un comportamiento racional) por obtener beneficios en contraprestación

de su trabajo. Lo que está fuera de duda es que la situación demanda un comportamiento ético por parte del profesional, a fin de equilibrar los intereses involucrados y establecer parámetros a su actuación. El fundamento de la actuación de la plataforma sería el deber de buena fe contractual, así como los deberes de neutralidad e integridad que se irán desarrollando en el presente trabajo.

En algunos sectores específicos –como el mercado de valores– se abandona el plano ético de los conflictos de interés, positivizándose los supuestos y consecuencias, a fin de satisfacer intereses públicos que la autoridad considera merecedores de tutela, como es el caso de la “integridad del mercado”. Las razones de una regulación a este nivel pueden responder, entre otras, a la importancia o relevancia que adquiere la actividad económica (riesgos sistémicos) y a la presencia de fallos de mercado (principalmente, la asimetría informativa).

No es casual que uno de los problemas más comunes en la regulación del mercado de valores sea la gestión de los conflictos de interés, cuya aplicación en el ámbito del *crowdfunding* merecerá una matización, debido a las diferencias que guarda con actividades propias de un intermediador financiero o centro de negociación.

Por su parte, el crecimiento del *crowdfunding* como herramienta de financiación alternativa viene generando el interés de los países por ordenar la actividad y mitigar los fallos de mercado que vienen presentándose. El legislador español decidió regular esta actividad económica, a través de la Ley 5/2015, 27 de abril, de fomento a la financiación empresarial, de (en adelante, “Ley 5/2015”). Como explicaremos, la regulación presta especial atención a los conflictos de interés y les asigna una respuesta, que en muchos casos ha sido objeto de duras críticas.

Sin duda, la importancia del *crowdfunding* ha merecido la atención de la Unión Europea que aprobó el Reglamento (UE) 2020/1503, del 07 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas (en adelante Reglamento (UE) 2020/1503); que si bien entrará en vigencia el 10 de noviembre de 2021¹, constituye un aspecto de análisis imprescindible.

En este contexto es que el presente trabajo aborda un aspecto clave en el ámbito del *crowdfunding* y es el tratamiento de los conflictos de interés, a fin de explicar su natural surgimiento en esta industria, así como realizar críticas constructivas que aporten a la mejora de su comprensión, y ofrecer soluciones a la gestión de los conflictos de interés detectadas en la práctica de la industria.

1. Es preciso advertir al lector que las referencias al Reglamento (UE) 2020/1503 se realizaron en la primera revisión del presente artículo, pues la versión inicial fue remitida antes de que se aprobara dicha norma. En ese contexto, podrán advertir que muchas propuestas coinciden con medidas del Reglamento, y en otros casos se adoptan supuestos parcialmente modificados por la norma.

Para este propósito, primero se realizará un breve repaso al origen del mecanismo, a fin de entender cómo fue concebido. Si bien es cierto que el inicio del *crowdfunding* está menos relacionado con el ánimo de lucro², actualmente es una actividad económica que no sólo implica un modo especial de “intermediación” en materia financiera, sino también la prestación de servicios conexos que merecen una respuesta del ordenamiento, en vista al rol asignado a los proveedores del servicio de financiación participativa (en adelante, “PFP³”).

Con estos antecedentes se describirá el funcionamiento de las plataformas de financiación participativo en la experiencia comparada, haciendo especial énfasis en el principio de neutralidad exigido por la regulación española. El desarrollo de este principio es pieza clave en el presente trabajo, pues sus implicancias se enfrentan a la “permisividad” de la regulación frente a determinados conflictos de interés, que virtualmente se opondrían a su aplicación.

A continuación, se desarrollará un marco conceptual general del conflicto de interés, para luego aterrizar su aplicación al *crowdfunding*, también denominado “financiación participativa” (términos se utilizarán de forma indistinta). La evolución del *crowdfunding* es de mucha utilidad para entender los conflictos de interés que se presentan en la práctica. Posteriormente se desarrollará el alcance del principio de neutralidad, y se comparará el estándar de imparcialidad de las plataformas exigido en otros países y el propuesto por la Unión Europea en el reciente reglamento.

Una vez desarrollado el soporte conceptual, se analizarán algunos conflictos de interés detectados en la práctica, a fin proponer soluciones que puedan equilibrar las posiciones en el mejor interés de los clientes, preservando así la integridad del mercado.

II. FUNDAMENTO DE LA REGULACIÓN

La intervención del Estado en el ámbito del *crowdfunding* puede enfocarse en dos aspectos: (i) la promoción de su desarrollo como mecanismo alternativo de financiación y como motor de la competencia

2. En sus orígenes, el interés de los “aportantes” se concentraba en el “simple apoyo económico” a determinados emprendimientos con los que se compartía intereses en el ámbito artístico, social o incluso urbanístico. Sobre el particular, MORENO SERRANO, E., “Configuración jurídica del crowdfunding’ como forma alternativa de financiación”, en MORENO SERRANO y CAZORLA GONZALES SERRANO (dir.): *Crowdfunding: aspectos legales*. Aranzadi Thomson Reuters, 2016; pp. 38-40.
3. Nos referiremos a los PFP como los proveedores del servicio de financiación participativa. Cuando hagamos referencia a la infraestructura tecnológica de la plataforma, haremos referencia a las “plataformas”.

en el mercado de financiación⁴; y, (ii) los fallos de mercado y el establecimiento de las reglas de conducta de mercado para la protección del inversor.

Respecto del primer punto, la promoción de la industria del *crowdfunding* obedece a razones muy vinculadas al desarrollo económico del país, como es el respaldo financiero a las PYMEs, pero también está vinculado a la promoción del espíritu emprendedor de la sociedad⁵, la creación de trabajo y sobretodo la innovación e investigación⁶. El crecimiento de la financiación colectiva ha llamado la atención de la Comisión Europea, que en el 2014 elaboró una Comunicación⁷ en la que resalta el potencial de esta herramienta que complementará las fuentes tradicionales, en particular en sectores como el de las PYMEs⁸, lo cual generó un *gap* de financiación que podría ser cubierto por el *crowdfunding*.

4. RODRÍGUEZ, J.L., “Fintech desde la perspectiva de la promoción de la competencia”, en ZUNZUNEGUI (dir.): *Regulación Financiera y Fintech*, Aranzadi Thomson Reuters, 2019, pp. 44-45 y 55.
5. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLEL, T., “La responsabilidad de las plataformas: alcance, límites y estrategias”, en MORENO SERRANO y CAZORLA GONZALEZ SERRANO (dir.): *Crowdfunding: aspectos legales*. Aranzadi Thomson Reuters, 2016, pp. 369-370.
6. Reflexión compartida por VIEIRA DOS SANTOS, J.: “Portuguese Crowdfunding Act”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 147, 2017 (consultado en soporte electrónico).
7. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones; “Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea” del 27 de marzo de 2014. Disponible en: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2014/ES/1-2014-172-ES-F1-1.Pdf> (consultada el 20 de noviembre de 2020).
8. Las características del propio mercado de micro-crédito (que incluye a las PYMEs) siempre han constituido un obstáculo para su desarrollo. Nos referimos, entre otros factores, a que las entidades bancarias no cuentan con información de calidad para mitigar los riesgos de crédito (Por ejemplo, estados financieros o historial crediticio), pues normalmente estamos frente a emprendimientos muy jóvenes. Asimismo, se ha observado que existen barreras de entrada de nuevos participantes por la logística y experiencia que se requiere para ingresar a este sector; en ese sentido, los que estén dispuestos a ingresar, deberán especializarse en una determinada tecnología de créditos que mitigue este tipo de riesgos (incluye un conjunto de procedimientos como la recolección, procesamiento y análisis de información de las solicitudes de créditos, además de la cobranza y el monitoreo de las operaciones crediticias efectuadas. La tecnología de créditos busca estimar la capacidad y voluntad de pago del potencial prestatario, así como determinar los incentivos que aseguren la cancelación de sus deudas. La adopción de una tecnología de este tipo no es fácil de obtener por al menos tres razones: el grado de conocimiento –especialización– del mercado, el costo y proceso de adaptación y la inversión en capital humano). Esta situación fue analizada cuidadosamente en Perú por parte del Banco Central de Reserva, REBOLLEDO ABANTO, P. y SOTO CHÁVEZ, R.: “Estructura del mercado de créditos y tasas de interés: una aproximación al segmento de las microfinanzas”, *Revista de Estudios Económicos*, n.º 11, 2004, pp. 7-10, dirigida por el Banco Central de Reserva del Perú.

El segundo enfoque de la intervención del Estado en el *crowdfunding* (fallos de mercado) es el que ocupará nuestra atención, pues en este ámbito encontramos multiplicidad de factores que ameritarían regulación. Los fallos de mercado en el *crowdfunding* más comunes están vinculados a la asimetría informativa (selección adversa y riesgo moral), aunque también se ha podido verificar la existencia de poder de mercado y barreras de entrada. Se han resaltado otros fallos de mercado como los “problemas de coordinación y corridas⁹”, los cuales no consideramos de una magnitud importante en una realidad como la española, sin perjuicio de lo cual deben ser evaluadas en función de la evolución del mercado de *crowdfunding*¹⁰.

No obstante el enfoque con que se trabaje, no debe olvidarse que la razón de peso que justifica la intervención es la captación del ahorro público a través de mecanismos de comunicación masiva¹¹, pues de otra forma un préstamo o compra de acciones entre particulares no tendría que estar sujeta a la regulación del Estado. Como señala MORENO SERRANO¹², el valor del *crowdfunding* no radica en la financiación de un proyecto por un grupo de personas, sino más bien el uso de Internet como forma de publicitar los proyectos y conseguir la financiación. Podemos resumirlo en la importancia del efecto multiplicador del Internet¹³. En la misma línea de pensamiento, ALONSO ESPINOSA¹⁴ sostiene que la circunstancia esencial que determina la

9. Este tipo de problemas surgen cuando se necesitan inversiones simultáneas para que ambas partes de un mercado sean rentables. Se trata de que las inversiones complementen la industria y la hagan crecer. Por ejemplo, para que el mercado de valores sea rentable se necesitan que exista inversión, es decir, compra y venta de valores. En el caso de *crowdfunding*, se descartan (en esta etapa) problemas de coordinación, pues la sostenibilidad y el crecimiento de la industria no depende de la comercialización de los valores o préstamos colocados por el proveedor de financiación participativa en un mercado secundario (que en muy pocos países ha desarrollado o está permitido), sino en la solvencia del promotor del proyecto. La falta de liquidez de los valores y préstamos colocados, así como la ausencia de un mercado secundario elimina la posibilidad de problemas de coordinación y corridas, que pueden generar –por ejemplo– que producto de información “no confirmada” el precio de un valor pueda descender, con el consecuente daño a los titulares.
10. HAVRYLCHYK, O., “Regulatory framework for the loan-based *crowdfunding* platforms”, *OECD Economics Department Working Papers*, n.º 1513, 2018; pp. 7-8 y pp. 20-22. Disponible en: [https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=ECO/WKP\(2018\)61&docLanguage=En](https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=ECO/WKP(2018)61&docLanguage=En) (consultada el 17 de noviembre de 2020).
11. En esa misma línea, el Preámbulo de la Ley 5/2015 señala que una de las características que sobresale en las PFP es la participación masiva de inversores que financian con cantidades reducidas pequeños proyectos de alto potencial.
12. MORENO SERRANO, E., “Configuración jurídica del *crowdfunding*...”, cit., pp. 36-38.
13. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T., “La responsabilidad de las plataformas...”, cit., pp. 373-374.
14. ALONSO ESPINOSA, F., “Protección de la inversión a través de plataformas de financiación participativa” en DE LA VEGA GARCÍA Y LÁZARO SÁNCHEZ (dir.): *Crowdfunding: cooperación colectiva al servicio de la financiación*, Aranzadi Thomson Reuters, 2018; p. 347.

activación de los sistemas de protección de la inversión propios del mercado primario de valores reside en la apelación pública al mercado de capitales, es decir al llamamiento público a invertir, en especial a inversores inexpertos.

Es preciso indicar que, desde la perspectiva de las normas sobre conducta de mercado, el fundamento y los objetivos de regulación en el ámbito del mercado de valores son un punto de referencia imprescindible para la regulación del *crowdfunding*, por lo cual es común que el legislador y las agencias independientes encargadas se preocupen por la transparencia e integridad del mercado¹⁵.

A continuación, se analizarán los principales fallos de mercado con sus respectivas medidas de mitigación, así como algunos aspectos vinculados a la regulación de la conducta de mercado que también merecen regulación por parte del Estado.

1. SELECCIÓN ADVERSA Y TRANSPARENCIA¹⁶

Es el fallo de mercado más común en el ámbito del *crowdfunding* pues los inversores deben afrontar serios problemas de asimetría informativa respecto de los proyectos publicados en la plataforma, en tanto no tienen la garantía de que el promotor publique toda la información relevante del proyecto. No hay que olvidar que el incentivo del promotor es “vender” un producto, por ende, procurará omitir información poco favorable al proyecto, a pesar de que ello pueda mermar la eficiencia del mercado¹⁷.

Este problema se potencia en el *crowdfunding*, pues el ecosistema suele ser el nicho de financiación de aquellos promotores o proyectos que no

15. IOSCO publicó un documento de investigación en el que destaca las ventajas e identifica los riesgos del *crowdfunding*, proponiendo aplicar los principios y objetivos aplicables a la regulación de valores y realizar un seguimiento del desarrollo de la industria para lograr una mejor regulación. KIRBY, E. y WORNER, S., “Crowdfunding: An infant industry growing fast”, *Staff Working Paper of the IOSCO Research Department*, 2014. Disponible en el siguiente enlace <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf> (consultada el 17 de noviembre de 2020).

16. Se ha tomado como referencia el siguiente trabajo para la elaboración de este acápite: HAVRYLCHYK, O., “Regulatory framework for the loan-based *crowdfunding* platforms”, cit., pp. 8-9, 22-23, 28-29.

17. GILSON, R. G. y KRAAKMAN, R. H., “The Mechanism of Market Efficiency”, *Virginia Law Review*, vol. 70, n.º 549, 1984, p. 585 y 601-603. En el ámbito del mercado de valores los autores han señalado que: “the producer [of a new financial product] has an obvious incentive to supply the market with information indicating that the product is worth its asking price” (véase la página 602). Asimismo se ha indicado que: “Efficiency is possible only if the issuer succeeds in making its representation credible, or if an enterprising trader independently acquires the key facts that establish their accuracy” (véase la página 585). En ese orden de ideas: “Poor quality information drives higher quality information from the market, and individual buyers who wish to obtain more accurate predictions of security’s value can do so only by making substantial individual investments in verification”.

cumplan con las condiciones exigidas por las entidades bancarias tradicionales, por ende, suelen requerir financiación los proyectos más riesgosos y opacos. La clave para mitigar este fallo de mercado es la transparencia, aplicable tanto al *equity crowdfunding*, como al *crowdlending*, pues en ambos casos se comparte la especial necesidad de información de los inversores en un contexto en el que los emisores o promotores cuentan más información y estiman mejor los riesgos del emprendimiento que inician.

Sobre el particular, COX, HILLMAN Y LANGEVOORT¹⁸ afirman que decidir comprar o vender un valor mobiliario requiere información confiable sobre asuntos tales como la condición financiera del emisor, sus productos y mercados, su administración y el ambiente regulatorio y de la competencia. Con esta información, los inversionistas pueden intentar hacer una estimación razonable del valor presente del paquete de derechos que la propiedad de un valor confiere. En este contexto no cabe duda que existe una gran diferencia entre el nivel de información que el propio emisor o promotor tiene respecto de su situación económica y financiera, que la que tienen los potenciales inversores. Por su parte, GILSON Y KRAAKMAN¹⁹ aportan un fundamento clave en la promoción de la transparencia, al advertir que los niveles de eficiencia de un mercado están estrechamente vinculados con los sistemas de difusión y análisis de información, en el sentido de que menores costos de acceso y procesamiento de la información vinculada al emisor, están asociados a mayores niveles de eficiencia del mercado.

Atendiendo a lo expuesto, la transparencia debería ser el pilar de la intervención de la autoridad, pues como ya se ha dicho, los proyectos de *crowdfunding* suelen ser proyectos muy arriesgados, y por ende la información que deben suministrar debe ser proporcional a ello. Esta medida aporta a la eficiencia del mercado, toda vez que reduciría los costos de información a los que están sujetos actualmente los potenciales inversionistas²⁰. Se ha explicado que especialmente en el caso del *crowdlending* existe evidencia sobre la falta de transparencia sobre todos los riesgos de la operación. Esto significa que los inversores no tienen conocimiento de todos los riesgos, y por tanto el riesgo es mayor. Se ha demostrado

18. COX, D., HILLMAN, R. W. y LANGEVOORT, D. C., *Securities Regulation, Cases and Materials*, Little Brown & Co., 1991; p. 1.

19. GILSON, R. G. y KRAAKMAN, R. H., "The Mechanism of Market Efficiency", cit., pp. 588-592. La idea central de este trabajo es demostrar como la distribución de la información puede influir en la eficiencia del mercado, lo cual dependerá (entre otros factores) del tipo de información, su grado de certeza, y el costo que involucra obtenerla, procesarla o constatarla. Mientras más cierta y distribuida la información, la eficiencia será mayor, con lo cual más certera es la cuantificación del valor objeto de comercio. Respecto de los costos de información, también se ha indicado que mayor transparencia en el lado emisor reduce los costos de información, lo cual genera más eficiencia en el mercado (véase páginas 595-597).

20. GILSON, R. G. y KRAAKMAN, R. H., "The Mechanism of Market Efficiency", cit., p. 605.

adicionalmente que el retorno de la inversión depende del seguimiento de la inversión, por lo cual algunos países han elevado los requerimientos de transparencia²¹.

En este contexto, se vienen implementando algunas medidas que equilibran la posición de los inversionistas, tales como:

- i. Delegar la *due diligence* sobre la información del proyecto y el riesgo de crédito²². Para este objetivo algunas plataformas vienen implementando sistemas de administración de riesgo, a fin de mejorar la información suministrada de los inversionistas (actualmente permitido por el artículo 51.2.b de la Ley 5/2015), y utilizando herramientas como los *credit bureaus* (como es el caso de Experian, Equifax)²³. De hecho, vienen utilizándose nuevos métodos de *credit scoring* a través de herramientas como el *big data*, aunque no vienen siendo supervisados, y se han advertido fallos que no aseguran calidad de información²⁴. Estas recomendaciones han sido acogidas por el Reglamento (UE) 2020/1503²⁵, en el que se ha establecido cargas al PFP para la gestión de los riesgos de los proyectos y promotores.
- ii. Mejorar la calidad de la información financiera del promotor (artículos 75° y 78° de la Ley 5/2015). Sobre el particular, HERNÁNDEZ SAINZ²⁶ sugiere una norma de desarrollo que exija las cuentas anuales de los años inmediatamente anteriores (para el caso de empresas constituidas).

21. KIRBY, E y WORNER, S, “Crowd-funding: An infant industry growing fast”, cit., p. 48.

22. CUENA CASAS, M., “Fintech y crédito responsable: *big data* y *credit scoring*”, en ZUNZUNEGUI PASTOR (dir.): *Regulación Financiera y Fintech*. Aranzadi Thomson Reuters, 2019, p. 107. La autora refiere a una diferencia entre evaluar el riesgo de crédito y el análisis de la solvencia. Mientras que en el primer caso sólo se atiende a la posibilidad de reembolso del deudor y el riesgo de lesión de crédito del prestamista; en el segundo caso estamos frente a lo que denomina “concesión responsable de crédito”, y consistente en analizar la posición del promotor (deudor), el grado de esfuerzo que le puede suponer el pago del préstamo (es decir, la factibilidad del proyecto en sí mismo). De hecho, se resalta que la ley española no impone al PFP ninguna obligación que garantice que los proyectos de financiación sean solventes (véase las páginas 110-111).

23. CUENA CASAS, M., “Fintech y crédito responsable: *big data* y *credit scoring*”, cit., p. 113.

24. CUENA CASAS, M., “Fintech y crédito responsable: *big data* y *credit scoring*”, cit., pp. 120-124.

25. Véanse los artículos 3.º y 4.º.

26. HERNÁNDEZ SAINZ, E., “Mecanismos para garantizar un adecuado nivel de transparencia en las solicitudes de financiación empresarial a través de plataformas de financiación participativa (crowdfunding)”, en ALONSO PÉREZ y HERNÁNDEZ SAINZ (dir.): *Servicios digitales, condiciones generales y transparencia*. Aranzadi Thomson Reuters, 2020 (consultado a través de medios electrónicos).

- iii. Publicar las tasas de impago de los préstamos, hoy en día exigible a la luz del artículo 20° del Reglamento (UE) 2020/1503 (antes potestativo, de acuerdo al artículo 61°-f de la Ley 5/2015).
- iv. Implementación del mecanismo de “crédito responsable” (versus la evaluación del riesgo de crédito), lo cual involucra no sólo analizar el patrimonio del promotor, sino el grado de esfuerzo que puede suponer el pago del crédito, que puede involucrar un análisis sobre la viabilidad del proyecto o la valoración de los recursos a su disposición²⁷. En esa línea una buena práctica sería que los PFP hagan públicos los datos de morosidad de los promotores²⁸.
- v. Que la plataforma invierta en todos los proyectos que selecciona, con lo cual se asegura la existencia de una *due diligence* propia de un inversionista (herramienta que se exige en las administradoras de fondos de pensiones, incluso)²⁹. En algunas jurisdicciones, como en Perú o España, se limita la participación de la plataforma como inversionista, lo cual debería repensarse en atención a esta política. En el Reglamento (UE) 2020/1503³⁰ se ha prohibido que el PFP tenga participación alguna en las ofertas de financiación, con lo cual se descarta su participación tanto como promotor, como inversor (no obstante se permite que las partes vinculadas puedan participar como inversores –previa revelación de dicha situación–)³¹.
- vi. Que los promotores también sean responsables en el plano administrativo por la integridad, completitud, exactitud de la información que proporcionan. Actualmente la Ley 5/2015 acota

27. CUENA CASAS, M., “Fintech y crédito responsable: *big data* y *credit scoring*”, cit., pp. 107-108.

28. CUENA CASAS, M., “Fintech y crédito responsable: *big data* y *credit scoring*”, cit., p. 112.

29. Es muy interesante analizar el rol que cumplen los bancos de inversión en las emisiones de valores. No se trata únicamente de invertir en la emisión, sino el convencimiento sobre de la idoneidad de la información brindada por el emisor y de los riesgos del proyecto en sí mismo. Sobre el particular: GILSON, R. G. y KRAAKMAN, R. H., “The Mechanism of Market Efficiency”, cit., p. 613-621.

30. Véase el artículo 8.º.

31. No es el objeto del presente trabajo realizar una crítica al Reglamento (UE) 2020/1503; sin embargo, no queda muy clara la razonabilidad detrás de esta prohibición. Es decir, salvo que se asegure que los inversores vinculados al PFP no tengan acceso a información privilegiada, debería explicarse con más detalle la diferenciación (es decir, porqué a los “vinculados” sí se le permite participar como inversor y al PFP se le prohíbe expresamente). Ahora bien, si se asegura o se toman las medidas para que el PFP revele toda la información que se encuentre a su alcance (como más adelante se desarrollará), existen situaciones que pueden garantizar la neutralidad, y podrían permitir la participación del propio proveedor del servicio como inversor, con los beneficios que supone como incentivo para realizar un análisis pormenorizado de los proyectos.

responsabilidad al PFP³², lo cual ha sido corregido por el Reglamento (UE) 2020/1503³³.

2. RIESGO MORAL E INCENTIVOS ADECUADOS EN LA CONTRATACIÓN³⁴

En segundo lugar, nos referimos al riesgo moral del promotor, es decir, el riesgo de que este pueda utilizar de forma indebida la financiación, utilizando los fondos captados para otros fines, cometer un fraude, o simplemente incumplir el pago de los intereses o las utilidades que genere el negocio (alegando un retraso, asumiendo la penalidad, o simplemente señalando que el proyecto falló). Todo esto es grave en un contexto en el que usualmente no es exigible un colateral o garantía del préstamo o inversión; y cuando el seguimiento del proceso de avance del proyecto lo debe realizar el propio inversionista.

Se ha dicho que una estrategia para paliar los efectos de este fallo de mercado es condicionar los pagos al promotor. El esquema *all or nothing* es apropiado para que únicamente sea transferido la financiación que alcance el tope exigido por el promotor y ha sido acogido por la Ley 5/2015 (artículo 69.1). Con ello, se evita que el promotor se vea tentado de utilizar el dinero para otros fines, o adecuar las características del proyecto al monto recaudado. Una medida adicional podría ser condicionar los desembolsos a determinados hitos, para lo cual es importante el seguimiento del desarrollo del proyecto. Sobre el particular, el Reglamento (UE) 2020/1503 permite que el promotor del proyecto decida las consecuencias de no alcanzar el monto mínimo de inversión³⁵.

32. Sobre el particular, de forma crítica, se han pronunciado: GÁLLEGO LANAU, M., “Los remedios ante el incumplimiento de las obligaciones de transparencia en las plataformas de financiación participativa”, en ALONSO PÉREZ y HERNÁNDEZ SAINZ (dir.): *Servicios digitales, condiciones generales y transparencia*. Aranzadi Thomson Reuters, 2020 (consultado a través de medios electrónicos); 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 del Mercado de Valores*, n.º 16, 2015 (consultado a través de medios electrónicos); HERNÁNDEZ SAINZ, E., “Mecanismos para garantizar un adecuado nivel de transparencia en las solicitudes de financiación empresarial a través de plataformas de financiación participativa...”, cit., (consultado a través de medios electrónicos).

33. Artículo 23º-9 del Reglamento (UE) 2020/1503 (sobre la ficha de datos fundamentales de la inversión) establece que “Los Estados miembros velarán por que la responsabilidad por la información que figure en una ficha de datos fundamentales de la inversión recaiga, como mínimo, en el promotor del proyecto o en sus órganos de administración, dirección o supervisión”.

34. Se ha tomado como referencia dos trabajos: (i) HAVRYLCHYK, O., “Regulatory framework for the loan-based *crowdfunding* platforms”, cit., pp. 8-9 y 23-24; y, (ii) STRAUSS, R.: “A Theory of Crowdfunding: A Mechanism Design Approach with Demand Uncertainty and Moral Hazard”, *American Economic Review*, vol. 107, n.º 6, 2017, pp. 1430-1435.

35. Véase el Anexo I, ficha de datos fundamentales de la inversión, literal c) de la parte B).

Finalmente, es oportuno indicar que también es aplicable el mecanismo de alineación de intereses *skin in the game*, el cual obliga a que la plataforma invierta en todos los proyectos que selecciona, para de esa forma tener cierto grado de certeza sobre la diligencia con la que trabajaría. El hecho de arriesgar su propio capital es un elemento que puede equilibrar los intereses de las partes, lo cual aporta en la calidad de información que se transmite y sobre todo en su procesamiento, constatación y análisis. Como se ha visto en países como el Reino Unido (y más adelante comentaremos), esta situación puede generar conflictos de interés, lo cual exige una gestión por parte del PFP, lejos de prohibir esta atribución que dinamiza el *crowdfunding*.

3. PODER DE MERCADO Y BARRERAS DE ENTRADA³⁶

Queremos hacer una breve referencia a la cuestión del poder de mercado y las barreras de entrada, pues es importante transmitir la experiencia de otros países. Como se sabe, el *crowdfunding* quiere ingresar a un mercado dominado por grandes entidades bancarias, quienes usualmente captan los mejores proyectos o a los promotores con mejor antecedente crediticio, mientras que las plataformas suelen tener como objetivo el mercado desatendido por la banca tradicional (lo cual, como dijimos, involucra más riesgo en la actividad de financiación del *crowdfunding*).

En este contexto, se ha advertido un problema en la penetración del *crowdfunding* en los mejores proyectos y respecto a los sujetos con mejor capacidad de pago, debido a la ausencia de una herramienta que permita a las plataformas tener información sobre los antecedentes crediticios de los promotores. Se ha dicho que la principal causa es que los principales bancos no comparten esta información a las centrales de riesgo de crédito (ficheros de información positiva del cliente)³⁷; no obstante, en países como Perú parece haberse superado por las características del registro que manejan las centrales de riesgo (libre acceso). Si bien es cierto en España existe la Central de Información de Riesgos (CIR)³⁸, también conocida como CIRBE³⁹, su contenido sólo es accesible al mismo titular de la información, o por cualquier entidad a quien le solicite una operación de riesgo

36. Se ha tomado como referencia el trabajo de HAVRYLCHYK, O., “Regulatory framework for the loan-based *crowdfunding* platforms”, cit., pp. 9 y 29-34.

37. CUENA CASAS, M., “Fintech y crédito responsable: *big data* y *credit scoring*”, cit., pp. 115-116.

38. Esta herramienta constituye un servicio público que gestiona una base de datos en la que constan, prácticamente, todos los préstamos, créditos, avales y riesgos en general que las entidades financieras tienen con sus clientes. La base legal son los artículos 59° a 69° de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

39. Disponible en: <https://clientebancario.bde.es/pcb/es/menu-horizontal/productoservici/relacionados/cirbe/> (consultada el día 18 de noviembre de 2020).

(crédito) o vinculada a una garantía. Ayudaría mucho para la penetración del *crowdfunding*, y el incremento de la transparencia en el mercado que esta herramienta pueda ser puesta a disposición de los PFP⁴⁰.

En materia de barreras estratégicas advertimos dos casos: (i) en el Reino Unido la banca tradicional empezó a invertir en plataformas de *crowdfunding*, pues observó que la regulación prudencial es menos exigente, con lo cual se estarían creando empresas con un poder de mercado que puede dificultar el acceso a nuevos participantes; (ii) en la medida de que las plataformas no son empresas prestadoras de servicios de pago, usualmente deben recurrir a la banca tradicional a fin de contratar alguno de sus servicios, situación que permite a los bancos tomar medidas en contra del desarrollo de la plataforma como es el cobro de tarifas más elevadas o denunciar el acceso al sistema financiero vía el sistema de prevención de lavado de activos y financiamiento del terrorismo.

4. MANTENER LA INTEGRIDAD DEL MERCADO

Por su parte, la **integridad** está relacionada a la proscripción de prácticas de abuso de mercado, las cuales se materializan a través del uso de información privilegiada o manipulación del mercado⁴¹ (por ejemplo, a través de difusión de información falsa o por el uso de mecanismos que busquen influir artificialmente en el precio del valor). En estos casos se produce un favorecimiento directo o indirecto de un participante respecto de otros, que debilita la confianza de los inversores, lo cual se traduce en un aumento del coste de la financiación de las empresas, como explicamos.

Si bien es cierto, en el *crowdfunding* no existe un mercado secundario que eleve el índice de este tipo de prácticas⁴² (como ocurre en el mercado de valores tradicional), sí debe ser exigible la integridad en el comportamiento de los agentes, pues incluso en la emisión primaria pueden darse (y ocurre en los hechos) situaciones de manipulación de mercado (producto de la estructura accionarial de los PFP más grandes, a cargo de fondos de inversión) como es la introducción de órdenes importantes para fomentar el acceso de pequeños inversores, las cuales son retiradas una vez obtenido el efecto deseado; o la fijación de un precio que es avalado por la evaluación

40. En la misma línea de pensamiento: CUENA CASAS, M., “Fintech y crédito responsable: *big data* y *credit scoring*”, cit., pp. 114-117.

41. Directiva 2003/6/CE Del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado).

42. El Reglamento (UE) 2020/1503 sólo ha permitido el uso de un tablón de anuncios que facilite la conexión entre los titulares de los valores o créditos y los potenciales inversores. Se prohíbe que en esta herramienta se puedan “casar” ambos intereses. Véase el artículo 25.º.

del propio PFP⁴³ y ⁴⁴. Este tipo de situaciones son consecuencias de conflictos de interés que no son oportuna y debidamente evitados o gestionados. A pesar de que este tipo de inconductas puede provenir de los propios inversores acreditados, la Ley 5/2015 no les asigna ningún tipo de responsabilidad sancionadora (artículo 89.º).

En este contexto, se ha sugerido la aplicación del principio 8 IOSCO⁴⁵, en virtud del cual el regulador tiene la obligación de que cualquier conflicto de interés o desviación de los incentivos sea evitado, eliminado, comunicado o gestionado⁴⁶. Consideramos que esta directriz es aplicable al *crowdfunding* pues los PFP se encuentra expuestas a los intereses de emisores (promotores) e inversores, por lo cual no es raro constatar desviaciones por motivaciones económicas, como ya indicamos. Esta posición ha sido respaldada por el Reglamento (UE) 2020/1503, que en su artículo 8.4 ha indicado que “los proveedores de servicios de financiación participativa adoptarán todas las medidas adecuadas para prevenir, detectar, gestionar y comunicar los conflictos de intereses (...)”.

Si bien es cierto se sugiere la aplicación de este principio en el supuesto de que el PFP ejecute órdenes de inversión en perjuicio del interés del inversor (pues no se alinea a las órdenes dadas) y en favor de algunos proyectos; es necesario indicar que hoy en día su aplicación tiene un ámbito más amplio, pues se ha advertido que con la evolución del *crowdfunding* los intereses del PFP se han desviado al punto de participar por cuenta propia en la plataforma.

III. FUNCIONAMIENTO DE LAS PLATAFORMAS DE «CROWDFUNDING»: FUNCIONES Y PRINCIPIOS DE ACTUACIÓN

Para los efectos del presente trabajo es importante conocer el funcionamiento de las plataformas de *crowdfunding* –desde una perspectiva práctica– a fin de entender las obligaciones y deberes que debe cumplir el PFP, y por ende descubrir los conflictos de interés a los que están expuestos. Una mala comprensión de este asunto puede llevar al regulador a imponer estándares de comportamiento que distorsionen el funcionamiento de las plataformas e incluso obstruir su desarrollo.

43. BAENA TOVAR, N., *La regulación del abuso de Mercado en Europa y Estados Unidos*, Dirección de Estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2002, pp. 10-13.

44. Con el actual Reglamento (UE) 2020/1503 esta situación es más viable aún, pues se permite que el proveedor de servicios de financiación participativa pueda prestar el servicio de valoración de préstamos y valores que se colgarían en el tablón de anuncios. Véase el artículo 25.5.

45. IOSCO, *Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores*, 2010, p. 4.

46. KIRBY, E. Y WORNER, S., “Crowd-funding: An infant industry growing fast”, cit., pp. 47-48.

Como se sabe, el funcionamiento general de las plataformas de *crowdfunding* se concentra en una plataforma *on-line* a través de la cual se contactan promotores (titulares de proyectos) con inversores. Estas características lo convierten en un mercado de dos lados⁴⁷, debido a que la interrelación entre los lados tiene efectos de red indirectos, pues el valor de la infraestructura dependerá del número de consumidores (potenciales inversores) que se adhieren a la plataforma, motivo por el cual (usualmente) el acceso de los inversores es gratis (caso similar al de las tarjetas de pago, en el que la infraestructura cobra más valor por el número de consumidores adheridos a la tarjeta, lo cual obliga indirectamente a los comercios a afiliarse a dicha marca para no perder cuota de mercado).

Para entender el funcionamiento e intereses protegidos en el *crowdfunding*, se puede tomar como referencia las plataformas de negociación de valores, principalmente aquellas no reguladas (en especial a los sistemas organizados de contratación, en adelante, “SOC”), debido a la conjunción de intereses de compra y venta de valores. Efectivamente estamos frente a mecanismos alternativos de financiación en los que se permite el acceso a distintos operadores con expectativas de compra y venta de valores, en los que la plataforma debe regular el comportamiento interno de los actores de forma justa y equitativa (motivo por el cual subyace a la regulación el criterio de la neutralidad en su actuación⁴⁸), con alguna excepción que se comentará más adelante. El matiz entre ambas herramientas es que en el *crowdfunding* no se ha desarrollado “aún” la interacción (por insistencia del regulador⁴⁹ y

47. Para ver más sobre el particular se recomienda: EVANS, D., *Two-sided markets*, Contribution to the OECD Roundtable on two-sided markets, 2009; FERNÁNDEZ, F., “A cost-benefit analysis of a two-sided card market”, *Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS) working paper*, n.º 383, 2008; CHAKRAVORTI, S. y ROSON, R.: “Platform competition in two-sided markets: The case of payment networks”, *Review of Network Economics*, vol. 5, n.º 1, 2006; pp. 118-143.

48. MiFID II exige, entre otros, la gestión de los conflictos de interés y la prohibición de que el organismo rector del mercado participe en el mercado por cuenta propia.

49. En el documento sobre Preguntas y Respuestas sobre Fintech emitido por la CNMV, actualizado al 12 de marzo de 2019, respecto de la pregunta si los PFP registrados pueden crear un *market place* donde los inversores puedan comprar y vender las inversiones de los proyectos a señalado que: (i) la Ley 5/2015 no ha contemplado la posibilidad de que un PFP establezca un sitio virtual a modo de mercado secundario donde los inversores puedan comprar y vender los valores emitidos y adquiridos en la plataforma; (ii) los PFP no pueden realizar actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión (no dice cuáles se acercarian a la actividad en este contexto, pero imaginamos que se refiere a la administración de centros de negociación). No obstante, la CNMV aclara que la norma sí permite que el PFP habilite canales de comunicación a distancia para que los usuarios, inversores y promotores puedan ponerse en contacto entre sí antes, durante o después de que se haya financiado un proyecto. Atendiendo a esta atribución, la CNMV permitiría (según dice, en “aras de favorecer la liquidez de la inversión”) la creación de *market place* en la plataforma, los cuales no deben reunir las características de un mercado secundario, como es –por ejemplo– que el precio de la oferta del valor no pueda ser visualizado, o que la transacción no pueda realizarse a través de la plataforma.

ahora avalado por el Reglamento (UE) 2020/1503⁵⁰) de los diversos intereses de compra y venta de valores⁵¹.

Por otro lado, debido a las características tecnológicas de las plataformas⁵² podemos afirmar, desde el plano del comercio electrónico, que los PFP son prestadores de servicios de la sociedad de la información, de acuerdo a lo previsto en la Ley 34/2002, de 11 de julio, Ley de Servicios de la Sociedad de la Información, pues estamos ante un servicio prestado a título oneroso, a distancia, por vía electrónica y a petición individual del destinatario, el cual puede subsumirse incluso en los supuestos establecidos en la norma^{53 y 54}. Es preciso señalar que la definición de este tipo de servicios incluye aquellos prestados a título gratuito, lo cual incluiría a los inversores, cuyo acceso a las plataformas –usualmente– no está condicionado a ningún pago (se trata de ampliar la red para hacerla más atractiva a los promotores).

Como se sabe, no existe una obligación a cargo de los proveedores de servicios de sociedad de la información de actuar de forma imparcial o como un árbitro, sin perjuicio de lo cual existan determinados deberes que deba cumplir la plataforma como organizador de la conducta dentro

50. Sólo se permite la creación de un “tablón de anuncios”, en el cual no se pueden “casar” los intereses de compra y venta de valores. Véase el artículo 25.º del Reglamento.
51. Sobre la distinción entre las plataformas y los mercados de negociación: ZUNZU-NEGUI, E: “Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*)”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, working paper N° 3, 2015; pp. 15-16.
52. Según lo explicado por RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, la verdadera aportación de las plataformas de *crowdfunding* no es “poner en contacto” a las partes a través de páginas web u otros medios electrónicos (artículo 46.1 de la Ley 5/2015), sino más bien la “especial arquitectura, de base digital y construida sobre infraestructura electrónica” (por definición una plataforma electrónica). Señala que la referencia a una página web parece simplemente describir un escenario bidimensional y bilateral, versus un entorno electrónico cerrado, de gestión centralizada, para la interacción multilateral y autoregulado de base contractual, que es lo más apropiado para el *crowdfunding*. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T., “La responsabilidad de las plataformas: alcance, límites y estrategias”, cit., pp. 380-381.
53. En el Anexo de la Ley 34/2002, de 11 de julio, de forma enunciativa e ilustrativa, se establecen los siguientes ejemplos de servicios de sociedad de la información: contrataciones de bienes o servicios por vía electrónica, la organización y gestión de subastas por medios electrónicos o de mercados y centros comerciales virtuales, envío de comunicaciones comerciales, suministro de información vía telemática.
54. De descartarse también que el servicio prestado por el PFP califique como uno de intermediación en el ámbito de la Ley 34/2002, pues no interviene como “intermediario” en las transacciones celebradas entre el inversor y el promotor, sino que únicamente ofrece: mecanismos electrónicos que habilitan un entorno de interacción; así como la puesta a disposición de los procedimientos que permitan a los inversores y a los promotores negociar y concluir las operaciones. Sobre el particular, RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T., “La responsabilidad de las plataformas: alcance, límites y estrategias. En *Crowdfunding: aspectos legales*”, cit., pp. 375-376.

de este ambiente cerrado de negociación⁵⁵. En este contexto, RODRÍGUEZ DE LAS HERAS⁵⁶ planteó la independencia como modelo de gestión, en atención al cual, el gestor se disociaba respecto de los intereses de las partes vinculadas a la contratación, lo cual encuentra sustento en su función de regular, gestionar y supervisar el funcionamiento de este ambiente. Es también cierto que muchas estrategias comerciales han obviado este modelo, y que tampoco ha sido una garantía de éxito (y lo reconoce la propia autora, incluso vaticinando lo que años después ocurriría con plataformas como Amazon o el propio *crowdfunding*, por ejemplo)⁵⁷.

GÁLLEGO LANAU⁵⁸ y CUENA CASAS⁵⁹ han señalado que el papel de las PFP no es de carácter técnico, automático y pasivo, es decir, no se limitan a transmitir neutralmente en la red una información producida por otros. Las PFP tienen un papel activo en el control de la información transmitida y almacenada; así como en la realización de servicios subyacentes que inclinan el interés hacia una de las partes, como analizaremos.

Desde el punto de vista del funcionamiento contractual, estamos de acuerdo con MACANÁS⁶⁰, LÁZARO⁶¹ y ALONSO⁶², en el sentido de que el contrato de mediación o corretaje es la categorización más cercana a las operaciones básicas del *crowdfunding*, pues coinciden sus elementos característicos:

1. El promotor contrata los servicios del PFP, con el objeto de que ésta lo contacte de forma masiva con potenciales inversores.

55. Un acercamiento sobre el particular lo encontramos en: RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T., *Régimen jurídico de los Mercados Electrónicos Cerrados (e-Marketplaces)*, Marcial Pons, 2006.

56. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T., *Régimen jurídico de los Mercados Electrónicos Cerrados*, cit., pp. 75-78.

57. Esta situación puede explicar que todos los usuarios de Google nos veamos sometidos a la administración de una plataforma de venta de artículos o publicidad que camine a la velocidad de los intereses de los ofertantes de bienes y servicios, lo cual a nuestro criterio sigue siendo válido, pues no existe una obligación de neutralidad que distorsionaría el funcionamiento de la plataforma.

58. GÁLLEGO LANAU, M., “Los remedios ante el incumplimiento de las obligaciones de transparencia en las plataformas de financiación participativa”, cit., (consultado en soporte electrónico).

59. CUENA CASAS, M., *Las fintech de préstamos o crowdlending. La contratación a través de plataformas intermediarias en línea*, Reus, 2019, pp. 76-83.

60. MACANÁS, G., “Calificación y caracteres del contrato de mediación con la plataforma de *crowdfundig*”, en DE LA VEGA GARCIA y LAZARO SANCHEZ (dir.): *Crowdfunding: cooperación colectiva al servicio de la financiación*, Aranzadi Thomson Reuters, 2018, pp. 76 y ss.

61. LAZARO SÁNCHEZ, E., “*Crowdfunding*: una fórmula de cooperación económica en la era digital”, en DE LA VEGA GARCIA y LAZARO SANCHEZ (dir.): *Crowdfunding: cooperación colectiva al servicio de la financiación*, Aranzadi Thomson Reuters, 2018, pp. 30-31.

62. ALONSO ESPINOSA, F., “Protección de la inversión a través de plataformas de financiación participativa”, cit., pp. 341-342.

2. El PFP no actúa en representación de los inversores, pues su labor se limita a poner a su disposición las condiciones para que contraten. Esto la diferenciaría de otros tipos de contratos de gestión de intereses ajenos como es el contrato de comisión⁶³, aunque consideramos que en determinados casos pueda ser discutible, vista la actuación personalizada del PFP.
3. Es un servicio oneroso.
4. El mediador realiza todos sus esfuerzos para contactar al promotor con potenciales inversores, motivo por el cual no suscribe un contrato de mediación con los potenciales inversores, a pesar de lo cual sí que presta servicios de sociedad de la información.
5. La retribución normalmente responde a una obligación de medios, aunque en la práctica muchas plataformas pactan una retribución adicional por la obtención del resultado⁶⁴.
6. La mediación se realiza en el mejor interés de las partes, considerando lo establecido en la propia Ley 5/2015.

Sin perjuicio de ello, existe una característica que MACANÁS plantea como esencial, la cual nos parece discutible, y es la imparcialidad del mediador. Para sustentar ello se hace referencia a doctrina civil italiana de inicios del siglo XX, la cual respalda el reconocimiento de la imparcialidad por la función económico-jurídica del contrato. Sobre el particular, debemos señalar que, a diferencia de España, el contrato de mediación en Italia es un contrato típico y responde a una muy elaborada doctrina, y a una particular ideología⁶⁵. Considerando ello, la principal fuente para interpretar los alcances del contrato no podría ser la doctrina o la normativa

63. Se ha defendido que el contrato que suscribe el PFP y el promotor es un contrato de comisión, pues se trataría de un mandato que tiene por objeto un acto de comercio (puesta en contacto con inversores). Se trataría de una obligación de prestar un servicio por encargo de otra. Como puede observarse, el elemento más importante es realizar una actuación en beneficio de un tercero. Sobre el particular, GIMENO RIBES, M.: “Aproximación a la naturaleza del *Crowdfunding*”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 291, 2014, (consultado vía soporte electrónico).

64. En este punto, algunos autores han dicho que la naturaleza del contrato de mediación exige que las obligaciones sean de resultado, ver ALONSO ESPINOSA, F. “Protección de la inversión a través de plataformas de financiación participativa”, cit., pp. 341-342. Sin embargo, MACANÁS explica que es compatible con el contrato de mediación la obligación de medios, y que más bien fue producto de la práctica contractual que se fue exigiendo el resultado como prueba de diligencias de las gestiones de contacto. Ver: MACANÁS, G. “Calificación y caracteres del contrato de mediación con la plataforma de *crowdfundig*”, cit., p. 98.

65. GÁZQUEZ SERRANO, L., *El contrato de corretaje o mediación*, La Ley, 2007, pp. 50-55. El contrato de mediación o corretaje. El Código Albertiano de 1842 ya regulaba esta institución. Posteriormente, el Código de Comercio italiano de 1882 regulaba en el Título V, el instituto de la mediación, pero sin definirlo, y referido a la materia mercantil. El Código vigente de 1942, al unificar las normas mercantiles con las civiles extiende la disciplina de la mediación a las relaciones civiles, extensión

extranjera, sino más bien los usos y costumbres contractuales, o la jurisprudencia española. Respecto de la jurisprudencia, debemos señalar que no hemos encontrado sentencias que incluyan la imparcialidad en la definición de contrato de mediación.

Por el contrario, parte de la doctrina ha identificado que el mediador no siempre está obligado a actuar de modo imparcial, sino que actuará en beneficio del comitente, procurándole la conclusión del negocio en las condiciones más ventajosas posibles⁶⁶. Atendiendo a ello, GÁZQUEZ SERRANO⁶⁷ señala que sólo existen dos escenarios en los que el mediador debe actuar de modo imparcial:

- i. Cuando las dos partes acuden al mediador con la única finalidad de que medie en las negociaciones preparatorias del contrato a concluir entre ellos; y,
- ii. Cuando ambas partes son clientes del mediador y están vinculadas con éste por sendos contratos de mediación y el corredor considera que la oferta de una se ajusta a la demanda de la otra. La misión del mediador aquí debe ser eminentemente objetiva tratando de conseguir la composición más justa de los intereses opuestos de ambas partes.

Como es razonable, en ambos casos se debe exigir una actuación imparcial del mediador pues existe una relación contractual (remunerada) con cada una de las partes, lo cual es posible en la legislación española, pues estamos frente a un contrato atípico en el que prevalece la voluntad de las partes.

Estando a lo expuesto, podemos afirmar que la imparcialidad no es una característica del contrato de mediación en España, pues estamos frente a un contrato atípico, por ende, el contenido negocial dependerá de la voluntad de las partes. Asimismo, como señalamos, otra razón de peso para descartar la imparcialidad son los usos y costumbres del mercado, en el que los intermediadores perciben una retribución por sus servicios, y por ende sirven al mejor interés de su cliente. Un caso típico es el de corredor de seguros, el cual debe actuar en el mejor interés de su cliente (el tomador del seguro)⁶⁸.

Además, los PFP no se limitan a poner en contacto a las partes, sino que es práctica común que presten servicios auxiliares, tales como el asesoramiento empresarial a los promotores para lanzar sus proyectos, prestación

que ya había sido realizada por vía analógica tanto por la doctrina como por la jurisprudencia.

66. GÁZQUEZ SERRANO, L., *El contrato de corretaje o mediación*, cit., pp. 123-124.

67. GÁZQUEZ SERRANO, L., *El contrato de corretaje o mediación*, cit., pp. 123-124.

68. En este caso lo que la jurisprudencia defiende es la independencia del corredor de seguro respecto de la compañía aseguradora, pues no debe tener ningún vínculo con ésta (distinto al caso del agente de seguro que sí tiene una relación con la compañía aseguradora). Sentencia del Tribunal Supremo número 63/2007 del 07 de febrero de 2007 (RJ 2007, 961), emitida por la Sala Primera de lo Civil.

de servicios de publicidad, e incluso realicen un seguimiento de la inversión⁶⁹. Considerando la multifuncionalidad de los PFP podemos denotar que no operan exclusivamente como un intermediario, sino que prestan servicios que naturalmente inclinan sus intereses hacia uno de sus clientes.

Sobre la base de lo expuesto, podemos afirmar que el funcionamiento del *crowdfunding* no ha exigido (desde un plano contractual o práctico) imparcialidad o neutralidad por parte del comitente, por lo cual estas características responden más bien a un estándar de conducta que el legislador impuso a través de la Ley 5/2015 y, en alguna medida fue acogido por el Reglamento (UE) 2020/1503⁷⁰. Si bien es cierto advertimos legítimo que el legislador establezca un estándar de conducta como el de la neutralidad, consideramos que debe matizarse, visto el desarrollo de la industria que nos viene conduciendo a aceptar que, por ejemplo, el asesoramiento empresarial o la publicidad, son consustanciales con el *crowdfunding*.

IV. CONFLICTO DE INTERÉS: REFERENCIAS AL CONCEPTO, CAUSAS, JUSTIFICACIÓN Y HERRAMIENTAS DE SOLUCIÓN

ARGANDOÑA^{71 y 72} señala que el conflicto de interés tiene lugar en cualquier situación en que un interés interfiere o puede interferir con la capacidad de una persona, organización o institución para actuar de acuerdo con el interés de otra parte, siempre que aquella persona, organización o institución tenga una obligación (legal, convencional, fiduciaria o ética) de actuar de acuerdo con el interés de la otra parte. En el ámbito profesional la casuística es grande⁷³. Bajo esta definición, ciertos elementos merecen ser resaltados:

69. Por ejemplo, en el caso de México se permite que las instituciones de financiamiento colectivo puedan actuar como mandatarias o comisionistas de sus clientes, en atención al artículo 17 de la Ley para regular las Instituciones de Tecnología Financiera, en función de los parámetros que determine el regulador (la CNBV).
70. Así pues, se ha establecido que para garantizar que las oportunidades de inversión se ofrecen a los inversores potenciales de modo neutral, los proveedores no deben pagar ni aceptar ninguna remuneración, descuento o beneficio no pecuniario por orientar las órdenes de los inversores a una oferta concretada presentada en su plataforma o en la de un tercero (artículo 3.3 del Reglamento).
71. ARGANDOÑA, A., “Conflicto de intereses: El punto de vista ético”. *Documento de Investigación publicado por IESE*, DI-552, n.º 3, 2004. El autor menciona que esta definición se inspiró, entre otros, en BOATRIGT, J.R., “Conflicts of interest in financial services”, *Business and Society Review*, vol. 105, n.º 2, 2000. El concepto sienta sus bases en la teoría de la agencia, lo cual nos parece apropiado para el presente trabajo, pues el *crowdfunding* involucra relaciones complejas de principal-agente en conflicto.
72. Si bien partimos de la premisa que este concepto nace de la teoría de la agencia, queremos dejar en claro que no está estrictamente referido a un tipo específico de contrato (como el contrato de agencia, por ejemplo), sino únicamente una relación donde subyace un deber de “actuar en el mejor interés de la otra persona”.
73. ARGANDOÑA, A., “Conflicto de intereses: El punto de vista ético”, cit., pp. 1-2. Entre otros, podemos advertir los siguientes: (i) un directivo recibe de su empresa opciones sobre acciones, cuya cotización puede verse influida por su actuación profesional; (ii) un analista financiero emite valoraciones positivas innmerecidas

- i. que se trate de un conflicto real o potencial;
- ii. que estemos ante la presencia de dos intereses incompatibles; y,
- iii. la presencia de una “obligación o deber legal, contractual, convencional, profesional o fiduciario” para actuar conforme a los intereses de una o más partes (a cargo de un sujeto denominado “agente” en la teoría de la agencia).

Respecto de las causas de los conflictos de interés, el factor clave es la conveniencia (económica, social) para el agente de desviar su interés hacia otro más beneficioso, como sería el caso de concentrarse en su propio interés o haciendo suyo el interés de otro principal. En ese sentido, la justificación de regular este tipo de situaciones, es promover una conducta ética en el ejercicio de cualquier profesión, siempre en el mejor interés del cliente o principal. Las normas internas ayudan mucho a otorgar predictibilidad en la actuación de los agentes que deben tomar una decisión sobre el particular.

Respecto del marco de actuación del agente involucrado, advertimos dos momentos:

- i. Antes de la aparición del conflicto: corresponde que el agente adopte las medidas destinadas a evitar su aparición o crear el marco interno *ex ante* para gestionar la situación, de forma tal que no perjudique al cliente o vaya en contra de su mejor interés.
- ii. Cuando advertimos la aparición de un conflicto de interés, momento en el cual nace la obligación de gestionarlo sobre la base del mejor criterio del agente, esto implica evaluar la situación para redirigir o reconducir sus intereses, a fin de cumplir los deberes y obligaciones que le corresponden respecto del principal.

Acerca de cómo se deben manejar o gestionar los conflictos de interés, creemos que el principio de proporcionalidad⁷⁴ es una herramienta valiosa para

de acciones de una empresa, porque la entidad en la que trabaja participa en la colocación de dichas acciones, o porque su remuneración está ligada a los resultados del departamento de banca de inversiones que lleva a cabo aquella colocación; (iii) un analista financiero aconseja la compra de valores que figuran en su cartera o en la de un pariente; y, (iv) un empleado de una firma de auditoría emite informes positivos sobre la contabilidad de una empresa, lo cual puede facilitar la continuación de su trabajo o la contratación de otros servicios proporcionados por la misma firma.

74. Si bien el principio de proporcionalidad es una medida que delimita el ejercicio del poder público en cualquier nivel, la aplicamos en este ámbito pues nos encontramos en una situación que exige una ponderación de los derechos e intereses en conflicto. Es innegable que el principio de proporcionalidad es una directriz de justicia, cuya aplicación hace más razonable la convivencia entre privados, por lo cual no sería perjudicial que en un reglamento interno de un PFP recoja este principio, sino más bien podría considerarse hasta “saludable”. Debido a su generalidad, no matizaría el contenido del test de proporcionalidad, por lo cual siempre se aplicaría una evaluación de idoneidad, necesidad y proporcionalidad en *stricto sensu*.

aportar una solución concreta a cada conflicto. No está de más preguntarnos si las medidas que proponemos son las más idóneas para gestionar el conflicto, o si no existen herramientas menos lesivas que sean igual de eficaces, o acaso si la medida adoptada conlleva más perjuicios al principal perjudicado que beneficios para el beneficiado. Las soluciones más comunes⁷⁵ para evitar la ocurrencia de conflictos de interés o mitigar sus efectos en caso de ocurrencia son:

- i. la separación del que tiene que tomar la decisión (*recusal*)⁷⁶;
- ii. el abandono de los intereses privados por el agente (*divestiture*)⁷⁷.
- iii. Declaración de los intereses (*disclosure*)^{78 y 79}.
- iv. Cambios estructurales⁸⁰.
- v. Medidas dirigidas a la gestión del conflicto.

75. Distinción propuesta por CARNEY, G., “Conflict of interest: Legislators, ministers and public officials”, *Transparency International Working Paper*, 1998. También puede verse, McMUNIGAL, K.C., “Distinguishing risk from harm in conflict of interest”, *Business and Society Review*, n.º 100/101, 1998.

76. Esta medida tiene por objeto evitar la ocurrencia del conflicto e implica delegar la decisión del agente que puede verse envuelto en el conflicto a otra persona. Esta medida es adoptada en el interior de organizaciones públicas, sin perjuicio de lo cual puede ser aplicable a organizaciones privadas.

77. Esta medida también está dirigida a evitar el conflicto de interés, y consiste en que el agente se desprenda de los intereses que puedan comprometer su actuación en nueva situación. Por ejemplo, el profesional que ingresa a trabajar a un área *core* del supervisor bancario y cuenta con acciones en una entidad bancaria.

78. Siendo una de las causas del nacimiento del conflicto de interés la información asimétrica que coloca al agente en una situación privilegiada, el objetivo de esta medida es corregir la asimetría, a fin de que el principal conozca el alcance del conflicto de interés, y de esa forma el compromiso del agente. Es la solución más recurrida en el ámbito comercial y profesional, incluso a nivel normativo.

79. Esta medida busca que el principal conozca de las implicancias de la relación con el agente, evento que le permite tomar una decisión más adecuada para sus intereses. Esta decisión puede ser la denegación de iniciar una relación comercial o laboral con el agente, o la gestión del conflicto a través de un conjunto de obligaciones, deberes o cargas que debe asumir el agente a fin de que los intereses en conflicto tiendan a ser compatibles, como veremos a continuación. El problema de esta medida es que no elimina el conflicto, sino más bien lo pone de manifiesto, y por ende sirve de alerta a los intereses del principal, lo cual ayuda mucho para la toma de una decisión. Asimismo, en caso se decida continuar la relación con el agente, la declaración de intereses no reduce los costes de monitorizar las actividades del agente.

80. Este tipo de medidas buscan evitar la aparición o mitigar los efectos de los conflictos de interés a través de cambios en la estructura de la organización, en las áreas donde los conflictos pueden aparecer. Este es el caso de entidades bancarias que crean nuevas sociedades para acceder a una actividad económica dentro del mercado de capitales (como emisor o *dealer*); o en menor escala se crean “murallas chinas” dentro de la misma organización. En otros casos, se ha podido advertir cambios en la estructura de la remuneración de algunos trabajadores, a fin de evitar conflictos con clientes o la entidad en sí misma. Dos ejemplos: (i) el funcionario que cobra una bonificación por una determinada cantidad de préstamos colocados; (ii) el intermediario que cobra una comisión al emisor de un valor por su colocación.

Sin duda, la gestión de los conflictos de interés es lo que más llama la atención, pues aquí se concentran los problemas en el *crowdfunding*, en tanto es la propia normativa la que permite la aparición de ciertos conflictos de interés, con lo cual este elemento es clave para que el agente cumpla su obligación de actuar conforme a los intereses del principal, para lo cual deberá equilibrar los intereses comprometidos a través de una actuación concreta.

Las medidas de gestión de conflicto de interés no pueden ser consideradas como medidas de corte clásico, pues deben crearse de forma *sui generis* para cada conflicto o actividad, por lo cual normalmente el legislador suele dejar en manos de los agentes económicos una regulación sobre el particular (auto-regulación, bajo amplios parámetros). En estos casos se sugiere aplicar las normas de la prudencia en la toma de decisiones⁸¹, debiéndose identificar:

- la situación creada;
- ante quién se presenta el conflicto de interés;
- cuál es su naturaleza del conflicto;
- en qué consiste su deber legal, fiduciario o profesional con el principal;
- la relevancia de los intereses contrapuestos.

V. PRINCIPIO DE NEUTRALIDAD EN EL «CROWDFUNDING»

1. ALCANCE DEL PRINCIPIO

Según la legislación comparada, podemos adelantar que el principio de neutralidad es una particularidad de la Ley 5/2015 en el contexto de la regulación de *crowdfunding*. Según se ha visto, la regla es la preocupación de los reguladores por el “conflicto de interés”, y la prohibición relativa por ejercer determinadas actividades (como actuar a título de inversionista o promotor), en las que subyacen deberes de neutralidad e imparcialidad que son adecuados para mantener la integridad del mercado.

Esta premisa puede ser confirmada con el Reglamento (UE) 2020/1503, el cual no ha elevado la “neutralidad” al nivel de principio, sino que lo ha exigido como un estándar de comportamiento que veremos más adelante⁸².

Desde nuestro punto de vista, es posible abordar la neutralidad en el *crowdfunding* a partir de sus similitudes con los Sistemas Organizados de Contratación (SOC)⁸³, pues en ambos casos se tratan de estructuras tecno-

81. ARGANDOÑA A., “Conflicto de intereses: El punto de vista ético”, cit., pp. 19-20.

82. Véase el considerando 18, 19 26, así como el artículo 3.3 y 8 del Reglamento.

83. Este mecanismo es incorporado mediante en la Directiva 2014/65/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de

lógicas que crean un ambiente común de oferta y demanda de valores, por lo cual fue un punto de referencia obligado en el presente trabajo⁸⁴. En este ámbito, si bien la regulación sobre el particular no establece un principio expreso de neutralidad o imparcialidad expreso, se establecen reglas en las que subyace esta directriz, y que coinciden con las propuestas en materia de *crowdfunding* en muchos países (incluido España):

- i. Prohibir que el organismo rector del mercado (PFP) actúen por cuenta propia, con alguna excepción⁸⁵.
- ii. Implementar una adecuada gestión de conflictos de interés.

Ahora bien, la primera referencia que encontramos sobre la “neutralidad” es el Dictamen del Comité Económico y Social Europeo Sobre la Comunicación de la Comisión en materia de *crowdfunding*⁸⁶, en la cual se plantean algunos parámetros de armonización de la regulación sobre *crowdfunding*:

- a) Prohibir la adquisición y publicación de proyectos vinculados.
- b) Que las plataformas de financiación colectiva actúen según los principios básicos de neutralidad, diligencia y en búsqueda del mejor interés de los clientes, que deben ser informados.

La segunda referencia, la encontramos en el proyecto de Reglamento UE propuesto por la Comisión, en el que, si bien no se recoge un principio de neutralidad de forma expresa, sí que se hace referencia en la exposición de motivos a la participación de los PFP como intermediarios neutrales entre los clientes en su plataforma.

Por su parte, el Reglamento (UE) 2020/1503, dispuso en su considerando 26 que “los proveedores de servicios de financiación participativa deben operar como intermediarios neutrales entre los clientes en su plataforma de financiación participativa”. Para este efecto se establecen algunos estándares de protección al inversor referidos al trato imparcial a sus clientes, en el sentido de remitir información de forma imparcial, clara y no engañosa (artículos 19.1, 21.7, 24.3 y 27.2). Asimismo, se exige que para

instrumentos financieros (MiFID II). El SOC es definido por exclusión como un sistema multilateral, que no sea un mercado regulado o un SMN y en el que interactúan los diversos intereses de compra y de venta de bonos y obligaciones, titulizaciones, derechos de emisión o derivados de múltiples terceros para dar lugar a contratos (artículo 4.1.23 de la Directiva 2014/65/UE)

84. Es importante recordar que las plataformas de *crowdfunding* y los SOC tienen diferencias estructurales de importancia, como es la existencia de negociación efectiva, lo cual se lleva a cabo a partir de un mercado secundario, que es creado a partir de la liquidez de los valores.
85. Aplicable a los SOC que más adelante analizaremos pues brinda luces sobre la pertinencia de permitir la participación del PFP como inversor.
86. Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la Comunicación de la Comisión en materia de *crowdfunding*, cit., pp. 5-6.

garantizar que las oportunidades de inversión se ofrezcan a los inversores potenciales de modo neutral, los proveedores no deben pagar ni aceptar ninguna remuneración, descuento o beneficio no pecuniario por orientar las órdenes de los inversores a una oferta concretada presentada en su plataforma o en la de un tercero (artículo 3.3). Finalmente, se ha querido eliminar cualquier tipo de conflicto de interés que debilite la neutralidad de su actuación en una situación en particular: se ha prohibido que el proveedor de servicios de financiación participativa participe de forma alguna en proyectos ofrecidos en su plataforma (considerando 26 y artículo 8.1).

En España la Ley 5/2015 desarrolla esta regla de conducta en su artículo 60 (“principios generales”), el cual exige que los PFP –en el ejercicio de su actividad económica– se rijan por el principio de neutralidad. Sobre el particular, el Preámbulo de la Ley se limitó a señalar que “en cuanto a su actividad operativa, la regulación se asienta sobre el objetivo de asegurar la neutralidad de las plataformas de financiación participativa en su relación entre inversores y promotores”. Según SÁNCHEZ RUIZ⁸⁷, el principio de neutralidad está íntimamente ligado al deber general de actuar en el mejor interés de sus clientes, y debe interpretarse como una exigencia de objetividad e imparcialidad de la plataforma en el ejercicio de sus funciones. En principio, la gestora de la plataforma se configura legalmente como una entidad mediadora que “pone en contacto” a los promotores que quieren realizar ofertas de captación de financiación para proyectos concretos y los inversores potencialmente interesados, sin perjuicio de poder prestar ciertos servicios auxiliares.

No obstante la definición aportada, nos gustaría adentrarnos un poco más en el alcance del principio, pues su reconocimiento (aún) es una novedad en el contexto de *crowdfunding* y es vital en nuestra propuesta de gestión de conflicto de interés. De acuerdo al Diccionario de la Real Academia Española, la neutralidad es definida como “*la cualidad de aquel que no participa de ninguna de las opciones en conflicto*”.

El propio concepto de neutralidad asume la existencia de un “conflicto”. Como mencionamos, en el *crowdfunding* existe un conflicto de interés sustancial en todo mercado de capitales, que explicamos a continuación:

- i. Por un lado, tenemos al promotor (emisor, en términos de mercado de capitales) quien tiene el interés de promocionar su proyecto a fin de obtener la financiación requerida, por lo cual se sentirá motivado a adecuar sus proyecciones a partir de un diagnóstico optimista, ergo, prescindirá de algunos aspectos no tan favorables o que podrían desalentar a los potenciales inversores.
- ii. Por otro lado, el inversor quien tiene el interés de obtener el mejor rendimiento de su capital, por lo cual está en busca de información completa, veraz, útil que le ayude a tomar una decisión

87. Véase el considerando 19 del proyecto.

de inversión. Su interés gira en torno de tener a su disposición la mejor información que le permita evaluar las posibilidades de retorno de su inversión. En este contexto, es que en el marco regulatorio del mercado de valores se han creado obligaciones destinadas a corregir la asimetría informativa, tales como: la exigencia de un estándar de información, la obligación de informar hechos de importancia, la prohibición de uso de información privilegiada, la obligación de comunicar participaciones significativas, entre otros.

Mientras el interés del promotor se puede resumir en la pregunta ¿cuál es la mejor forma de vender mi proyecto? El interés del inversor es conseguir **información útil** que le permita tomar una decisión sobre la factibilidad del proyecto, y por ende del rendimiento que podría esperar. El PFP es un intermediario entre ambas partes, por lo cual resulta lógico exigir estándares de comportamiento vinculados a la neutralidad o imparcialidad. En ese sentido sí creemos que el principio de neutralidad, con algún matiz, debe ser exigible en la actividad de intermediación que desarrolla el PFP, e incluso resulta lo más recomendable de cara a evitar conflictos de interés.

Como veremos a continuación, en la práctica se ha constatado que las plataformas suelen realizar actividades comerciales complementarias a la intermediación que –de hecho– distorsionan el rol que la norma les asigna, pues inclinan los intereses hacia una de las partes, lo cual es (contradictoriamente) validado por la misma regulación. Por eso es importante saber cuál es el contexto en que el PFP debe cumplir el principio de neutralidad, y sobre la base de ello determinar cómo debe modularse su aplicación.

2. EL PRINCIPIO DE NEUTRALIDAD COMO UNA DIRECTRIZ QUE COLISIONA CON LOS INCENTIVOS DE LAS PLATAFORMAS

El problema de la neutralidad o imparcialidad en la actividad de una plataforma de *crowdfunding* gira en torno de dos situaciones que naturalmente han sucedido:

1. Primero, que el giro de negocio de las plataformas implica la prestación de servicios, y –por ende– la aparición de incentivos que inclinan su interés hacia el de los promotores o inversores específicos.
2. Segundo, que esta práctica viene siendo aceptada por la propia normativa, dificultando la aplicación de un estándar de rectitud, como el de la neutralidad.

Nosotros no podemos oponernos a que la práctica del *crowdfunding* se haya desarrollado en función de servicios que hacen más rentable la actividad económica, sino más bien que el reconocimiento de esta situación (legalmente) hace inviable (o por lo menos dificultoso) la aplicación del principio de neutralidad.

Con el objeto de explicar esta situación debemos detenernos en analizar las funciones y obligaciones que la Ley 5/2015 le asigna a los PFP. Para empezar, el artículo 60.2 establece que tendrán la consideración de clientes tanto los promotores como los inversores. Como explicamos líneas arriba, el conflicto de interés nace a partir de dos expectativas legítimas que colisionan. En este contexto, se ha advertido la existencia de obligaciones que demandan un comportamiento neutral del PFP, así como otras disposiciones que permiten una desviación de su interés.

A continuación, enumeraremos las obligaciones que consideramos más cercanas a las de una plataforma de contacto, en las que su cumplimiento óptimo requiere la aplicación de estándares de neutralidad e imparcialidad:

- a) Adoptar medidas y medios organizativos para minimizar el riesgo de fraude y el riesgo operacional (artículo 60.1.e). Esta medida es consistente con el artículo 9.g del Reglamento (UE) 2020/1503.
- b) Adoptar procedimientos y medios para materializar la participación en los proyectos: ya sea mediante la suscripción de acciones u otros valores representativos de capital, o la emisión de obligaciones, o mediante el otorgamiento de préstamos (artículo 60.1.g).
- c) Adoptar medidas para evitar los conflictos de interés (artículo 60.1.i); lo cual se encuentra conforme con los artículos 8.3 y 8.4 del Reglamento (UE) 2020/1503.
- d) Informar acerca de los 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 (artículo 60.1.j). Esta obligación es consecuente con el artículo 10 del Reglamento (UE) 2020/1503.

En contraposición, existe otro tipo de prestaciones o actuaciones a cargo de los PFP que han incentivado un desvío de sus intereses. El artículo 51 de la Ley 5/2015 faculta a los PFP a prestar servicios auxiliares, tales como asesoramiento a los promotores en materia de tecnología de la información, marketing, publicidad y diseño. También se permite la prestación del servicio de análisis de los proyectos a fin de determinar el riesgo que cada uno significaría para los inversores. Si bien es cierto el Reglamento (UE) 2020/1503 hace referencia a algunos servicios auxiliares (tales como la creación de un tablón de anuncios, la determinación del precio de un valor, la evaluación del riesgo de crédito de promotores y proyectos), no se ha restringido que los PFP participen en los servicios descritos en la norma española. De hecho, el artículo 12.º del Reglamento (UE) 2020/1503 no hace ninguna referencia a exigir un objeto social exclusivo, y el numeral 13 del precitado artículo establece que los PFP pueden participar en actividades distintas a las cubiertas por la autorización, de conformidad con la normativa vigente.

No menos importante es el tema de la publicidad, pues los PFP no sólo pueden prestar servicio de asesoramiento en materia de publicidad (artículo 51 Ley 5/2015), sino que también pueden prestar directamente el servicio de publicidad, al amparo de lo dispuesto en el artículo 60: “las plataformas de financiación participativa podrán publicitar y realizar comunicaciones de carácter comercial sobre su actividad profesional general”. El único requisito que establece la norma es que la selección de los clientes deba realizarse bajo criterios objetivos y no discriminatorios. Con bastante culpa, la norma señala que “en todo caso” deberá respetarse el deber de neutralidad y los demás principios de la Ley 5/2015. El Reglamento (UE) 2020/1503 también permite que los proveedores pueden prestar el servicio de comunicaciones publicitarias, las cuales deben ser imparciales, claras y no engañosas⁸⁸.

Asimismo, la propia Ley 5/2015 faculta que el PFP actúe: (i) como inversor (artículo 63.1), siempre que su participación no supere el 10 por ciento del objetivo de financiación de cada proyecto, o le permita controlar la empresa⁸⁹; o, (ii) en condición de promotor (artículo 63.2), siempre que el objetivo de financiación agregado de dichos proyectos no supere 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. Debemos indicar que no resulta atípico que la regulación permita este tipo de actividades a los PFP, pues países como Italia, Austria, Bélgica, Finlandia, Israel, México y el Reino Unido lo vienen aceptando^{90 y 91}.

Con esta variedad de obligaciones y atribuciones, es muy posible (y como en la práctica ocurre) que el interés de los PFP se alinee al interés de una de las partes: (i) usualmente al interés de los promotores, pues el contrato de mediación es suscrito con el promotor, como analizamos líneas arriba; y, (ii) al suyo (como PFP), cuando participa como inversor o promotor, pues se encuentra en una posición que dista de ser neutral o imparcial. Ambos supuestos serán analizados en el apartado 6.

88. SÁNCHEZ RUIZ, M., “Deberes legales y conflictos de intereses de las plataformas de financiación participativa”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 153 (consulta por medios electrónicos).

89. Véase el considerando 57 y el artículo 57.2 del Reglamento.

90. Lo cual se dice que se ha justificado por una práctica del sector según la cual las plataformas completan el importe de financiación solicitada por el promotor, de manera que, en último término depende de ellas el éxito o fracaso de los proyectos. SÁNCHEZ RUIZ, M., “Deberes legales y conflictos de intereses de las plataformas de financiación participativa”; cit., (consultado por medios electrónicos).

91. Información tomada del siguiente documento de investigación de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico. HAVRYLCHYK, O., “Regulatory framework for the loan-based *crowdfunding* platforms”, cit., pp. 42-56 En el caso de Italia, la norma que ordena el mercado de *crowdfunding* es el “Reglamento sobre la recaudación de capital de riesgo a través de portales en línea”, aprobada por la CONSOB, organismo regulador en materia de mercado de valores.

En ese contexto, es lógico que el PFP se incline a prestar servicios que tengan por objeto la “venta de un proyecto” a posibles inversores, en vez de “ofrecer” la mejor información posible para que el potencial inversor tome una decisión (máxime si la regulación no lo exige). Para muestra de esta situación un ejemplo: la retribución que muchos PFP pactan tiene un componente que se calcula en función de un porcentaje de la meta de financiación (el cual se obtiene si se alcanza dicho objetivo), situación que analizaremos como uno de los conflictos de interés específicos generados en la práctica⁹².

3. FUNDAMENTOS QUE EXPLICARÍAN LAS EXCEPCIONES EXPRESAS A UNA APLICACIÓN RÍGIDA DEL PRINCIPIO DE NEUTRALIDAD

El principio de neutralidad es una herramienta valiosa en el marco de una plataforma en donde concurren intereses de compra y venta; no obstante, los legisladores han tomado en cuenta que la versatilidad es una de las características inherentes del *crowdfunding* por lo cual han visto conveniente permitir (principalmente a través de excepciones) la actuación del PFP como inversor o promotor (aunque a nivel comunitario –con la vigencia del Reglamento (UE) 2020/1503– sólo se permitirá que las personas vinculadas al PFP puedan actuar como inversores y promotores con determinadas condiciones y restricciones⁹³).

En el contexto de la regulación de mercado de valores, nos llamó la atención una excepción a la prohibición de los organismos rectores de participar por cuenta propia en el mercado, y que se aplicaba sólo a un tipo de centro de negociación (nos referimos a las “SOC”) en el sentido de permitir que negocie por cuenta propia aquellos instrumentos de deuda soberana para los que no existe mercado líquido⁹⁴. A nuestro criterio, la razonabilidad de esta excepción es que la iliquidez del valor no le permite al organismo rector **negociarlo** en un mercado secundario, por lo cual no representa un riesgo en el mercado de capitales desde la óptica del uso de información privilegiada y de la integridad del mercado. Asimismo,

92. A nivel europeo la cuestión es que el Reglamento (UE) 2020/1503 ha prohibido que el PFP actúe como inversor o promotor, con lo cual –en este extremo– los países que conforman la Unión Europea deben modificar su normativa interna. Véase el artículo 8 del Reglamento.

93. La plataforma “Grow.ly” cobra una contraprestación que fluctúa entre el 2.5% y 6% del monto de financiación requerido; “Bolsa Social” cobra una contraprestación que puede llegar al 6% del monto recaudado; Housers Global Properties cobra una contraprestación del 10% del monto recaudado por la recepción, selección y publicación del proyecto. No obstante, nuevas alternativas de financiamiento participativo vienen apareciendo para fomentar la competencia con condiciones más favorables como es el caso de “Crowdfunding Bizkaia” cobra una contraprestación del 1% del monto recaudado.

94. Véase los artículos 8.1 y 8.2 del Reglamento.

también puede decirse que la falta de liquidez de los valores es una característica que aleja este tipo de actividades de riesgos sistémicos⁹⁵.

Los argumentos expuestos pueden ser utilizados para justificar la flexibilización en la regulación española de *crowdfunding* (y –por qué no– pensar en una propuesta de modificación del Reglamento (UE) 2020/1503), en tanto la inversión tiene un alto riesgo de iliquidez por la falta de un mercado secundario, lo cual obliga al inversor a permanecer hasta que madure el proyecto. Se ha dicho incluso que vender el valor en estos casos puede significar una pérdida importante respecto de su valor nominal⁹⁶.

Asimismo, la limitación de las plataformas de *crowdfunding* al mercado primario asegura que no se trasladen los riesgos y problemas en la gestión de un mercado de secundario, por ejemplo, por prácticas de manipulación de precios, o uso de información privilegiada. En pocas palabras, las características de las operaciones que se concretan en una plataforma de *crowdfunding* tienen un riesgo limitado, pues no existe un mercado secundario de los valores negociados, ergo las contingencias se enfocarían en el adquirente primario del valor.

Como hemos advertido, países como Italia y México permiten que los PFP participen como inversores, siempre que sea posible una gestión del conflicto de interés. Respecto de la participación del PFP como promotor, advertimos que la regulación italiana⁹⁷ la sujeta a una eficaz gestión de conflicto de interés (a pesar de haber reconocido el deber de “imparcialidad” en las plataformas). El numeral 1 bis del artículo 13 del “*Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line*” establece:

“El administrador de la plataforma que tiene la intención de realizar ofertas en su portal con respecto a los instrumentos financieros

95. Nos referimos al artículo 20.3 de MiFID II: “Los Estados miembros permitirán que la empresa de servicios de inversión o el organismo rector del mercado que gestione un SOC negocie por cuenta propia sin recurrir a la interposición de la cuenta propia únicamente por lo que atañe a los instrumentos de deuda soberana para los que no exista un mercado líquido”. La definición 25 del artículo 4 de MiFID considera como mercado líquido a los siguientes supuestos: a) “un mercado de un instrumento financiero o una categoría de instrumentos financieros para los que existan de manera continua compradores y vendedores interesados y disponibles, evaluado a tenor de los siguientes criterios y tomando en consideración las estructuras de mercado específicas del instrumento financiero o de la categoría de instrumentos financieros de que se trate; b) la frecuencia y el volumen medios de las operaciones en un amplio rango de condiciones de mercado, teniendo en cuenta la naturaleza y el ciclo de vida de los productos dentro de la categoría de instrumentos financieros; c) el número y tipo de participantes en el mercado, con inclusión del coeficiente entre participantes en el mercado e instrumentos negociados en un producto determinado; d) el valor medio de las horquillas de precios, si estuviera disponible”.

96. KIRBY, E. Y WORNER, S., “Crowd-funding: An infant industry growing fast”, cit., p. 28.

97. KIRBY, E. Y WORNER, S., “Crowd-funding: An infant industry growing fast”, op. cit., pp. 36-37.

de su propia emisión o emitidos por el control, controlado o sujeto a control común, adopta medidas adecuadas para la gestión efectiva del conflicto que surja en relación con este tipo de actividad. Estas medidas incluyen abstenerse de realizar dichas ofertas, donde los conflictos de interés no pueden ser manejados adecuadamente, para evitar efectos negativos para los inversionistas⁹⁸.

A la luz de la experiencia analizada, la neutralidad e imparcialidad deben ser aplicadas considerando el natural contexto comercial de la actividad, pues la actividad del *crowdfunding* se ha desarrollado de forma tal que no puede ser concebida como una actividad de intermediación exclusivamente, sino que involucra, en algunos casos, su participación como inversor o promotor, bajo determinadas reglas de conducta. Esta reflexión es útil para cuestionar el sentido de las restricciones a los PFP, aprobadas por el Reglamento (UE) 2020/1503.

En ese sentido, coincidimos con GALACHO ABOLAFIO⁹⁹ quien sostiene que el tratamiento que se pretende dar a los PFP como una tercera parte neutral en la relación triangular que compone el *crowdfunding* en la Ley 5/2015, es algo cuestionable aunque nada reprochable por su coherencia con el nivel de responsabilidad que se les otorga. La mencionada neutralidad, señala el autor, evitaría cualquier tipo de situación comprometedor para los PFPs, lo cual, además de no ser la mejor de las opciones de cara a una verdadera protección del inversor (que es una de las finalidades últimas de la regulación del *crowdfunding*), es más que dudoso en su cumplimiento según la configuración del tipo de actividad a realizar por los PFPs para con los promotores. A su criterio, si se respetasen los principios de neutralidad, diligencia y transparencia, debería estar vetada la posibilidad de que el PFP participe en los proyectos financiados a través de su portal. En el caso de la normativa comunitaria, debería estar prohibido, incluso, que las partes vinculadas al PFP sean inversores, bajo un criterio estricto de neutralidad.

De acuerdo a lo expuesto, podemos cerrar este apartado señalando que las exigencias de estándares de conducta deben ser conformes con la naturaleza y riesgos que implica la actividad económica, y que cualquier tipo de restricción, creación o cambio de reglas de juego debe guiarse por el principio de proporcionalidad.

4. LA NECESARIA FLEXIBILIZACIÓN DEL PRINCIPIO DE NEUTRALIDAD EN LA GESTIÓN DEL CONFLICTO DE INTERÉS EN EL ÁMBITO DEL «CROWDFUNDING»

En este punto podemos aseverar que es indudable la relación entre los conflictos de interés y la neutralidad, pues una aplicación rígida del

98. *Regolamento sulla raccolta di capital di rischio tramite portal ion-line*, aprobada por la Consob mediante Delibera N.ª 20204, de 29 de noviembre de 2017 (en vigor desde el 03 de enero de 2018).

99. Traducción libre del autor.

principio significaría no participar en ninguno de los intereses en disputa. Como hemos visto, los conflictos de interés surgen cuando existe un deber u obligación de actuación por parte de un agente respecto de un principal. En el caso de *crowdfunding* es la presencia de un conflicto de interés entre el inversor y el promotor, ubicándose el PFP como un proveedor de servicios de ambos sujetos, situación que lo expone a incumplir deberes profesionales de actuar en el mejor interés de cada uno de ellos.

Si bien es cierto que lo deseable es evitar los conflictos de interés, en el caso del *crowdfunding* eso es particularmente difícil por la evolución de la actividad, pues los PFP dejaron de ser meros intermediarios para convertirse en asesores financieros, inversores e incluso promotores, tal como lo ha reconocido la experiencia en el Reino Unido, Italia, México, Bélgica, Austria, Finlandia, Israel. Incluso en el supuesto de que sea un intermediario, el contrato de mediación o corretaje no le obligaría *per se* a actuar de forma neutral o imparcial, como analizamos en el epígrafe 3.

En ese contexto, es aceptado por la doctrina que el principio de neutralidad tenga efectos muy limitados. Es más, de cara a la gestión de los conflictos de interés, la aplicación estricta de este principio puede obstaculizar una gestión adecuada, pues impediría que el agente “equilibrado” los intereses en juego a través de concesiones a cada una de las partes. Precisamente la definición de neutralidad excluiría cualquier tipo de desviación del interés del PFP, es decir prohíbe cualquier tipo actuación interesada en beneficio propio o de alguna de sus clientes (lo cual incluye un interés propio en sí mismo, o el interés de un tercero que hace suyo).

Por ese motivo, consideramos que es mucho mejor utilizar fórmulas más generales como la italiana en la que se exige que la plataforma actúe con diligencia y transparencia, evitando que cualquier conflicto de interés que pueda surgir en la ejecución de las actividades de administración del portal afecte negativamente los intereses de los inversionistas y oferentes. Tal como se ha advertido de la regulación estudiada, el conflicto de interés es una situación inherente al *crowdfunding* (en general a los mercados de capitales, diríamos), por lo cual corresponde que los agentes apliquen criterios de justicia, proporcionalidad y transparencia para gestionarlos en beneficio de sus clientes, a fin de equilibrar la protección a la posición de cada una de las partes.

Bajo esta línea de pensamiento, creemos que son totalmente justificadas las críticas sobre la regulación española de *crowdfunding*, por lo cual consideramos que el principio de neutralidad debe ser interpretado como una directriz a los PFP para actuar en el mejor interés de sus clientes, tratándolos de forma justa y equitativa a cada una de las partes de la operación. Una visión del principio de neutralidad a este nivel sería más consecuente con el desarrollo de la industria y la propia regulación.

Interpretar el principio de neutralidad como una directriz para no tomar parte por los intereses de ninguno de los participantes, puede llevarnos a exigir que el PFP se comporte como un árbitro o juez en el marco de un mecanismo de negociación (como un “mediador” en el ámbito de la solución de conflictos de interés), limitando así el desarrollo de la actividad económica. Si bien es cierto, la ordenación de la actividad económica es una prerrogativa del Gobierno¹⁰⁰, no consideramos que sea lo más adecuado para la industria exigir un parámetro de conducta tan rígido, más aún si consideramos que estamos en una etapa inicial de este tipo de emprendimientos y la propia normativa comunitaria contempla excepciones, como es el caso de las SOC, ya explicado líneas arriba.

VI. LOS CONFLICTOS DE INTERÉS EN EL «CROWDFUNDING»: DETECCIÓN Y PROPUESTA DE TRATAMIENTO

Debido a la influencia de intereses externos (provenientes del inversor y promotor) es lógico que nazcan incentivos comerciales, económicos o sociales que quiebren la neutralidad del PFP, pues naturalmente las empresas expanden su ámbito y prestan servicios de otra naturaleza. La regulación de los países estudiados coincide en la importancia de la gestión del conflicto de interés, pues entienden que es una cuestión ineludible en el *crowdfunding*.

Es más, como se ha podido advertir, en muchos países como Italia, México y España la propia regulación es la que avala comportamientos que se alejen de la neutralidad o imparcialidad, como es el caso de prestar asesoramiento empresarial a los promotores o participar como inversor. Sobre la base de esta experiencia es que la gestión de los conflictos de interés es vital para prestar servicios en el mejor interés de los clientes, preservando la integridad del mercado.

Como señalamos, si el agente se encuentra ante un conflicto de interés que no puede eludir, deberá entender el alcance del conflicto: las partes involucradas, el interés de cada una, el deber legal que asume el PFP a favor de cada una de las partes (fuente contractual o normativa), así como los potenciales perjuicios que puede generar el conflicto. En segundo lugar, el PFP debe analizar posibles soluciones para la gestión del conflicto de interés, a la luz de criterios de justicia y proporcionalidad en el mejor interés de sus clientes. El tema está en elegir la medida más idónea, que sacrifique lo menos posible el interés de la parte perjudicada. Este puede ser un ejercicio de concesiones a las partes menos favorecidas, según corresponda, a fin de garantizar un equilibrio en la plataforma que sea consistente con la integridad de mercado requerida para el desarrollo de la industria.

100. 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*, n.º 145, 2017, (consultado a través de medios electrónicos).

A continuación, plantearémos cinco situaciones, con su respectiva propuesta de solución, que hemos podido detectar en el plano teórico y práctico que merecen una gestión del conflicto de interés.

1. PRIMER CASO: EL INVERSOR (FONDO DE INVERSIÓN) PAGA UNA RETRIBUCIÓN AL PFP CADA VEZ QUE SE LE "COMUNICA" EL LANZAMIENTO DE PROYECTOS CON DETERMINADAS CARACTERÍSTICAS

1.1. Descripción del caso

El primer caso es común en mercados de capitales maduros, en los que es usual que los grandes fondos de inversión retribuyan al PFP por un derecho de preferencia para invertir en proyectos con determinadas características, en perjuicio de inversores no acreditados. Este supuesto incluye aquel en el que el inversor retribuye al PFP por el éxito de la inversión. Cabe indicar que este supuesto ha sido permitido por el Reglamento (UE) 2020/1503 como gestión individualizada de cartera, cuya principal característica es la ausencia de discrecionalidad del PFP¹⁰¹. Cabe indicar que el Reglamento prohíbe que los PFP orienten las órdenes de los inversores hacia una determinada oferta de financiamiento a cambio de una remuneración, descuento o rendimiento no pecuniario, con lo cual se proscribe cualquier tipo de direccionamiento o asesoramiento financiero.

En estos casos el PFP estaría muy interesado en seleccionar los proyectos que cumplan las características requeridas por sus clientes inversores, lo cual afectaría la diligencia en su análisis positivamente, yendo más allá de la simple verificación de la información. El PFP no estaría pendiente en cómo promocionar el proyecto, sino más bien en encontrar los proyectos con mayor probabilidad de éxito, para lo cual utilizará todos los medios a su alcance para realizar una evaluación integral. La balanza se inclina positivamente hacia la transparencia, salvo que la información no se ha divulgada.

No debe perderse de vista que los pequeños inversores pueden verse perjudicados también por este tipo de prácticas. Sobre el particular se ha visto que algunas plataformas han implementado mecanismos de ejecución de órdenes de inversión que están favoreciendo a grandes inversores¹⁰², pues aprovechan las mejores oportunidades de inversión y las

101. Artículo 149.1.13 de la Constitución española: "Bases y coordinación de la planificación general de la actividad económica".

102. El Reglamento permite este tipo de actividades a las PFP y ha señalado que los modelos de negocio que utilicen procesos automatizados por los que el proveedor de servicios de financiación participativa asigne automáticamente fondos a un proyecto según los parámetros y los indicadores de riesgo predeterminados por el inversor, también llamados inversión automática, deben considerarse como gestión individualizada de carteras de préstamos (véase los artículos 2º-1-g y 3º-4 del Reglamento).

acaparan en un período de tiempo corto, desplazando a los inversores no acreditados¹⁰³.

1.2. Propuesta de solución

En este caso, el PFP tendrá interés en discriminar proyectos en función de las características requeridas por los grandes inversores, lo cual perjudicará a proyectos que no tengan esas características. No obstante, advertimos que el perjuicio generado a promotores cuyos proyectos no cumplen las características exigidas por los grandes inversores no es significativo, pues probablemente el PFP no restrinja o impida su acceso a la plataforma, sin perjuicio de lo cual puedan acceder a otras plataformas. El perjuicio de no pertenecer a una lista de “proyectos preferidos por grandes inversores” es un daño concurrencial totalmente lícito por las reglas del libre mercado (salvo que se advierta discriminación).

Como advertimos en la descripción del supuesto bajo análisis, también existiría un conflicto de interés entre inversores (experimentados versus no experimentados), pues la “comunicación” de este tipo de oportunidades de negocios sólo es realizada a los grandes inversores (experimentados), con lo cual –en la práctica– éstos tendrán la preferencia sobre los mejores proyectos. Esta situación, es ratificada por el artículo 52.2.e de la Ley 5/2015, cuando restringe que los PFP proporcionen mecanismos de inversión automáticos que permitan a los inversores no acreditados automatizar su decisión de inversión, estén o no basados en criterios prefijados por el inversor.

Ante esta situación, consideramos que la solución más razonable¹⁰⁴ a los intereses de las partes es que la práctica continúe, y que las plataformas habiliten un servicio de comunicación de oportunidades de inversión a los inversores no acreditados. Esta propuesta no se debe traducir en la modificación del artículo 52.2.e, pues entendemos que la razonabilidad de la norma es no habilitar un mecanismo de inversión automático a los inversores no acreditados y de esa forma brindar una suerte de “protección”. Lo que proponemos es un servicio de “notificaciones de inversión” a favor del inversor no acreditado, el cual cumpliría la función de remitir

103. El servicio de ejecución de órdenes de inversión en el ámbito del *crowdfunding* se ha implementado en determinadas jurisdicciones como el Reino Unido, Francia o Israel. El Reglamento (UE) 2020/1503 ha permitido este tipo de servicios como gestión individualizada de cartera, cuya prestación requiere un régimen de transparencia mayor (véase el artículo 6°).

104. Específicamente se ha señalado: “(...) *the growing participation of larger investors is increasing the competition for the best notes/loan contracts. Smaller investors could be crowded out of high quality investments and forced into lower grade options; choices not aligned with their appetite for risk. Market intelligence suggests that smaller investors are turning to the automated services provided by the platforms simply to be able to invest in the best loans*”. KIRBY, E. y WÖRNER, S., “Crowd-funding: An infant industry growing fast”, cit., p. 45.

el lanzamiento de proyectos que cumplen las características previamente comunicadas al PFP. El Reglamento (UE) 2020/1503 permite la prestación de este tipo de servicios de gestión individualizada de cartera a favor de inversores no experimentados (no acreditados para la normativa española), para lo cual se impone la carga de que examine las ofertas de financiación presentadas por el PFP¹⁰⁵.

Una medida complementaria (vista la “automaticidad” de los mecanismos de inversión) es que el PFP reserve un porcentaje pequeño de inversión de los proyectos “preferidos” a los inversores no acreditados que contrataron este servicio de notificaciones (por ejemplo, entre el 5% y 10%) por un determinado período de tiempo. La propuesta es que todos los inversores no experimentados que hayan manifestado su intención de invertir en proyectos con determinadas características (y hayan contratado el servicio de comunicación o notificación de oportunidad de negocio con el PFP) tengan la oportunidad de realizar la inversión. Consideramos que no sería proporcional extender esta prerrogativa a los inversores no acreditados que no hayan manifestado su interés por determinado tipo de inversión, pues este tipo de comunicaciones o mecanismos de inversión automatizado son servicios remunerados que deben aportar una ventaja para sus comitentes.

2. SEGUNDO CASO: EL PROMOTOR PAGA UNA RETRIBUCIÓN AL PFP POR CONSEGUIR LA META DE FINANCIACIÓN

2.1. Descripción del caso

El segundo caso es uno de los más comunes en la práctica de *crowdfunding*^{106 y 107}. Los PFP suelen fijar una retribución de éxito, la cual suele oscilar entre el 3%-6% del monto de financiación requerido (lo cual suele ser independiente de la retribución inicial fija y mensual por los servicios periódicos prestados).

En este caso, el promotor estaría incentivando a que el PFP complete la meta de financiación de dicho proyecto lo más pronto posible, lo cual puede motivarlo a brindar un asesoramiento en materia comercial para posicionarlo de la mejor forma. Es decir, sus intereses estarían claramente alineados a favor del promotor, por lo cual se estaría pensando en función de “¿cómo vender o colocar esta inversión?” antes de “¿qué información es la más importante del proyecto que deba conocer el inversor?”.

105. Que la utilizamos como sinónimo de “proporcional” para efectos de este punto.

106. Véase el artículo 3º numerales 4 y 5.

107. Entre otras, “Bolsa Social”, “Crowdfunding Bizkaia”, “Grow.ly”, “Housers Global Properties”.

Esta situación fue identificada también por MACANÁS¹⁰⁸, quien en el análisis de la retribución y resultado de la mediación, advierte que la naturaleza de la operación de *crowdfunding* (como un mercado de dos lados, con alcance masivo) puede generar que la plataforma pacte con el promotor un contrato de mediación con prestaciones de resultado (por ejemplo, completar la financiación), en la que “la promoción del contrato primase por encima del deber de imparcialidad del mediador”.

Es importante resaltar que en el documento de Preguntas y Respuestas sobre Fintech que emitió la CNMV (actualizado el 12 de marzo de 2019)¹⁰⁹, si bien es cierto se declaró admisible el funcionamiento de las páginas web dedicadas a la agregación y comparación de proyectos de diferentes plataformas, se invocó el principio de neutralidad para “recomendar” que su remuneración no esté vinculada a la efectiva captación de fondos de inversores. El fundamento de esta medida es evitar dudas sobre la naturaleza exclusivamente publicitaria de su actividad, lo cual favorece nuestra posición de la existencia de un conflicto que merece ser gestionado.

2.2. Propuesta de solución

En este caso el interés del PFP lógicamente se alinea al interés del promotor, pues el alcanzar la meta de financiación supondrá un rédito importante, considerando que en la mayoría de casos la retribución se pacta en función de un porcentaje del objetivo de financiación (entre 3% y 6%). Como indicamos, no nos parece reprochable que los PFP establezcan este tipo de retribuciones o incentivos a sus servicios pues responde a la naturaleza del contrato de mediación o corretaje, sin embargo, sí consideramos que plantea un conflicto de interés que merece una actuación del PFP.

En la mayoría de casos, como es obvio, hemos tomado conocimiento de esta política remunerativa por la información colgada en cada una de los sitios web de la plataforma, lo cual nos parece una medida adecuada, pues los inversores conocen del funcionamiento del PFP. Sin embargo, en un escenario de equilibrios no basta con la transparencia, por lo cual –a nuestro criterio– se debería brindar más protección a los intereses de los inversores, en el sentido de la calidad de la información.

Como se sabe, una de las principales críticas a la Ley 5/2015 es la escasa protección a los inversores en materia de transparencia y suministro de

108. También advertido por GIMENO RIBES, M., “Aproximación a la naturaleza del *Crowdfunding*”, *Revista de Derecho Mercantil*, 2014, número 291, (consultado por medios electrónicos); y por LAZARO ÁNCHEZ, E., “*Crowdfunding*: una fórmula de cooperación económica en la era digital”, cit., pp. 30-31.

109. MACANÁS, G., “Calificación y caracteres del contrato de mediación con la plataforma de *crowfundig*”, cit., pp. 94-99. Es preciso indicar que este autor defiende que una característica del contrato de mediación es la **imparcialidad**, por lo cual este tipo de desviaciones –a su criterio– serían contrarias a la naturaleza del contrato.

información útil para la toma de decisiones¹¹⁰. En ese orden de ideas, este tipo de prácticas justificaría que las plataformas que elijan este modelo, de *motu proprio*, eleven los niveles de información. Por ejemplo, se ha sugerido que los PFP se obliguen a clasificar el nivel de riesgo de las operaciones y proyectos que promuevan con arreglo a los criterios establecidos por la Orden ECC/2316/2015, de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros, o criterios similares¹¹¹.

En este camino se encuentra el nivel de información exigencia por el Reglamento (UE) 2020/1503 a los promotores de los proyectos, así como la obligación de PFP de verificar su claridad, exactitud y completitud.

3. TERCER CASO: EL PROMOTOR CONTRATA CON EL PFP LA PRESTACIÓN DE UN SERVICIO DE PUBLICIDAD

3.1. Descripción

El tercer caso está amparado por la Ley 5/2015. En este supuesto se puede incluir los demás servicios auxiliares que puede prestar el PFP como el asesoramiento comercial. Sobre el particular, debemos señalar que la publicidad es una forma de comunicación, que tiene por objeto promover de forma directa o indirecta la contratación del servicio¹¹², lo cual se realiza normalmente a cambio de una contraprestación. Es natural que el pago que realice un promotor al PFP para promocionar su proyecto genere un conflicto de interés con el de los demás promotores quienes no contrataron el servicio de publicidad y su proyecto no viene siendo impulsado.

Incluso puede entenderse que la desviación hacia el interés de un determinado promotor se contraponen con el de los inversores, quienes no tengan a su disposición la información más útil, pertinente o clave para tomar una decisión.

3.2. Propuesta de solución

La prestación de servicios de asesoría comercial o publicidad supone que los intereses del PFP se redirijan hacia los del promotor, por lo cual es natural que el PFP, en ejercicio de esa actividad, no atienda los intereses de los potenciales inversores, sino más bien al éxito de la campaña

110. Consultado el día 18 de noviembre de 2020 en el portal de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) Disponible en: <http://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QAsFinTech.pdf>.

111. Entre otros, se recomienda revisar ALONSO ESPINOSA, F., “Protección de la inversión a través de plataformas de financiación participativa”, cit., pp. 351-360.

112. *Ibidem*; cit., pp. 351-352. A criterio del autor, con estos parámetros la mayoría de los proyectos recibiría la calificación de “6”, es decir el máximo nivel de riesgo para los inversores.

publicitaria¹¹³. Sobre el particular se ha dicho que este tipo de servicios reconfiguran la naturaleza de los PFP, pues los aleja de meros escaparates donde se publican los proyectos de los promotores, y por ende el nivel de responsabilidad debe asemejarse al de industrias semejantes (por ejemplo, si el PFP presta el servicio de calificación del proyecto, el régimen de responsabilidad debería asemejarse al de las agencias de calificación crediticia)¹¹⁴.

En este escenario, SANCHEZ RUIZ¹¹⁵ ha propuesto la exigencia de un “instrumento *ad hoc* de información al inversor”, a fin de evitar incurrir en casos de publicidad redaccional (también conocido como “*publirreportaje*”), debido a la coexistencia de informaciones de diversa naturaleza en la plataforma. En este documento, señala la autora, se debería incluir las informaciones de mayor relevancia (en particular, sobre los riesgos) para que un inversor pueda decidir con el debido conocimiento operar como tal en el marco de la misma o comprometerse a financiar un determinado proyecto.

Por su parte, la regulación portuguesa¹¹⁶ establece que las acciones publicitarias sobre los proyectos a cargo del administrador de la plataforma deben indicar de forma expresa y clara el riesgo de pérdida total de lo invertido. Asimismo, prohíbe que se transmita información que contradigan o disminuyan tal riesgo ni la importancia de la información contenida en el instrumento *ad hoc* (cuya existencia y disponibilidad deberá señalarse)¹¹⁷.

A nuestro criterio, una medida adecuada para gestionar este conflicto no puede ser la publicación de parámetros objetivos para seleccionar los proyectos que serán objeto de campañas publicitarias a cargo del PFP. Hay dos razones:

- i. la primera es que esta medida no satisface ningún estándar de neutralidad, sino más bien trata de “aclarar” las condiciones en virtud de las cuales los PFP estarían dispuestos a prestar el servicio de publicidad. A nuestro criterio, estas condiciones deben ser las más flexibles, a fin de obtener la oportunidad de negocio, por lo cual no creemos que sean relevantes para satisfacer el verdadero interés del inversor. El criterio de la transparencia no coincide en muchos aspectos con los criterios de justicia.

113. Artículo 2 de Ley 34/1988, de 11 de noviembre, General de Publicidad.

114. En esa línea de pensamiento, SÁNCHEZ RUIZ, M., “Deberes legales y conflictos de intereses de las plataformas de financiación participativa”; cit., (consultado por medios electrónicos).

115. GÁLLEGO LANAU, M., “Los remedios ante el incumplimiento de las obligaciones (...)”, cit., (consultado por medios electrónicos).

116. SÁNCHEZ RUIZ, M., “Deberes legales y conflictos de intereses de las plataformas de financiación participativa”; cit., (consultado por medios electrónicos).

117. Regulamento da CMVM N.º 1/2016, “Financiamento Colaborativo de capital ou por empréstimo”.

- ii. El verdadero interés del inversor es conseguir información de calidad y útil para tomar una decisión de inversión, lo cual justificaría que se hagan concesiones a favor del inversor en este escenario.

A la luz de las razones expresadas, consideramos que el legislador podría equilibrar esta situación a través de la presentación de un “instrumento *ad hoc* de información al inversor” o reforzar las exigencias de transparencia en el sentido de que las comunicaciones publicitarias siempre referencien las condiciones establecidas en el instrumento *ad hoc*, como en el caso portugués. Asimismo, una medida que podría sopesar la desviación del interés en materia publicitaria, podría ser la implementación de pequeños test para el potencial inversor, a fin de verificar que la información remitida ha sido realmente comprendida (medida que viene implementándose en un número importante de plataformas, y ha sido reconocida en el Reglamento (UE) 2020/1503¹¹⁸).

No obstante nuestra posición, como ya indicamos, la CNMV tiene una posición menos flexible para el caso de los agregadores de plataformas que prestan servicios de publicidad (prohibición de remuneraciones de éxito), por lo cual es importante no perder de vista las “recomendaciones” del regulador.

4. CUARTO CASO: EL PFP INVIERTE EN UN PROYECTO DE LA PROPIA PLATAFORMA

4.1. Descripción

El cuarto caso incluye la participación del PFP, así como el de las personas vinculadas en condición de inversores. A pesar de que en la práctica muchos países (incluida España) lo han permitido, es claro que cuando el PFP (o las personas vinculadas a ésta) participa como inversor, el interés de éste vira hacia la financiación del proyecto. Cabe indicar que el Reglamento (UE) 2020/1503 sólo permitirá la participación de las personas vinculadas al PFP, siempre que se cumplan algunas condiciones como la transparencia¹¹⁹.

La primera reacción que tenemos respecto de este conflicto de interés, es que el PFP estará más interesado en promocionar el proyecto que en brindar información útil o necesaria a los inversores. Sin embargo, observamos que esta situación también puede generar un conflicto con los demás promotores, pues se entendería que hay una influencia indirecta hacia los potenciales inversores. Esta situación ha sido advertida por SÁNCHEZ RUIZ¹²⁰, quien señala que, existiendo la obligación de comunicar a los potenciales inversores este hecho, la participación del PFP puede ser vista

118. Artículo 18 del Reglamento da CMVM N° 1/2016, “*Financiamento Colaborativo de capital ou por empréstimo*”.

119. Véase el artículo 21.º del Reglamento.

120. Véase el artículo 8 numerales 1 y 2.

como una promoción comercial o recomendación indirecta que los motive a invertir en los proyectos.

Asimismo, también observamos un conflicto con los potenciales inversores, pues el PFP puede conocer información privilegiada (tomando prestado el término de la regulación de mercado de valores) antes que cualquier otra persona interesada en proyectos con dichas características. Esta situación es confirmada en la práctica del mercado de valores cuando se argumenta que una de las principales razones que sostienen la prohibición de que las sociedades gestoras negocien por cuenta propia valores cotizados en bolsa es que disponen de información privilegiada. A pesar de la separación funcional (como “murallas chinas”) que se puedan realizar en el interior de la organización (alejando las labores de un director de bolsa de las funciones de un área de inversión), esta situación puede alterar la confianza en el mercado organizado, lo cual es clave para su funcionamiento¹²¹.

4.2. Propuesta de solución

Este supuesto de conflicto de interés es el que más atención ha generado en los reguladores, pues pone de manifiesto la pluralidad de intereses que pueden concurrir en el PFP, y merece una actuación conforme al mejor interés de sus clientes.

El desarrollo de las plataformas de *crowdfunding* en esta dirección ha obligado a que en el Reino Unido, Italia, Bélgica, España, México, Finlandia e Israel, expresamente se reconozca la posibilidad de que el PFP participe como inversor, por lo cual es muy relevante la gestión del conflicto de interés. En ese orden de ideas, consideramos que es positiva la transparencia, pues el inversor debe conocer hechos de importancia que influyan en la toma de la decisión, pues así se puede conocer el nivel de neutralidad con que está actuando.

Sí creemos que una medida idónea es prohibir que los PFP actúen como inversor, pues manejan información privilegiada que pueden utilizarla a su favor, lo cual eliminaría el conflicto generado con los potenciales inversores, ya explicado. El solo hecho de conocer el proyecto desde su formulación les otorga una ventaja competitiva respecto de los demás inversores. Sin embargo, no se puedan “matar moscas a cañonazos”, por lo cual deben evaluarse medidas menos restrictivas a las libertades de los PFP.

En ese sentido, una solución alternativa puede ser la participación del regulador, a fin de autorizar *ex ante* la participación del PFP como inversor, a fin de constatar el cumplimiento de los estándares de transparencia, y filtro de la información (como en el caso de *equity crowdfunding* regulado

121. Cuestión también advertida por SÁNCHEZ RUIZ, M., “Deberes legales y conflictos de intereses de las plataformas de financiación participativa”, cit., (consultado vía medios electrónicos).

en Israel). La idea es verificar que toda la información disponible pueda ser visualizada por los potenciales inversores, para lo cual no sólo se requerirá información del PFP, sino también del promotor. Sería conveniente que, en este punto, la CNMV pueda sugerir el refuerzo de determinada información en favor de la transparencia.

También nos parece una solución alternativa la limitación de la participación del PFP en un determinado proyecto (como lo establece actualmente la Ley 5/2015), pues con ello se estaría reduciendo el alcance de la ventaja competitiva que podría tener el PFP en el uso de la información privilegiada o confidencial. Se ha alegado también que, en la práctica, la participación del PFP sirve para completar la financiación de determinados proyectos (objetivo válido si el interés es promocionar la competitividad empresarial), con lo cual podría condicionarse su participación a la falta de financiamiento.

De otro lado, si bien es cierto que estamos de acuerdo con la medida de transparencia relativa a comunicar la participación del PFP como inversor de un proyecto, esta medida genera un efecto distorsionador en los inversionistas. Se trata de un incentivo indirecto para que los inversionistas sigan los pasos del PFP (como una suerte de “*leader investor*”), lo cual genera un daño efectivo en los demás promotores y puede ser visto como una manipulación del mercado, afectando así a la integridad que se intenta proteger¹²².

Para evitar la influencia indirecta que puede generar la inversión, lo que planteamos es prohibir el retiro de la promesa de financiamiento y mantener en reserva el nombre del PFP o sus vinculados hasta determinado momento, por ejemplo, hasta que el potencial inversor manifieste un real interés en el proyecto. La idea es que se le comunique (por un canal personal y confidencial) que el PFP (o alguna parte vinculada a éste) es inversor del proyecto, antes de realizar la inversión. ¿Qué implica mantener reservada la identidad del PFP (como inversor) hasta la muestra de un interés real? Que el inversor no sepa que existe un conflicto de interés, y por ende evalúe el proyecto sin ningún tipo de sesgo. Implica también que esta comunicación no distorsione las condiciones normales del mercado. Desde nuestro punto de vista, lo más adecuado es no permitir que la decisión del PFP influya en la del inversor, y elevar el estándar de calidad de información provista para este tipo de proyectos en particular.

Nos parecen atendibles, aunque desproporcionadas, medidas como la propuesta por GALACHO ABOLAFIO¹²³, quien sugiere que los PFP

122. Un caso particular es el peruano, en el que sí se permite que la Bolsa de Valores de Lima pueda ingresar al proceso de negociación, previa autorización del regulador. En la práctica ocurre muy poco, y usualmente se autoriza la venta de acciones adquiridas por la Sociedad, antes de todo el desarrollo e interés por los conflictos de interés. Es inusual que se autoricen operaciones de compra.

123. Una propuesta para evitar este tipo de conductas es que las órdenes sean revocables en un período perentorio corto, a fin de evitar que se genere el efecto de una falsa

sean responsables por las pérdidas que pueden suponer los fracasos de los proyectos en los que participan (como inversor). Asimismo, coincidimos parcialmente con el autor en el sentido de que, en aras de preservar la neutralidad e imparcialidad, es adecuado de que la información sobre la participación del PFP como inversor no sea revelada, a fin de evitar la influencia indirecta en los potenciales inversores (pues se le daría una falsa sensación de garantía), en perjuicio de los demás promotores¹²⁴. Para nosotros es importante que el potencial inversor sepa de la participación del PFP en un determinado proyecto, por lo cual se propone matizar la forma de comunicarlo.

Para cerrar el análisis de este supuesto, nos gustaría plantear una forma de enfocar la gestión del conflicto de interés cuando el PFP (o una de sus partes vinculadas) decide participar como inversor. Si uno de los objetivos del PFP es la promoción de la inversión, naturalmente la plataforma es un instrumento ideal para incentivar emprendimientos de su interés, pues tiene la posibilidad de “presentarlos” a una importante masa de potenciales inversores. En ese sentido, el PFP preferirá un proyecto respecto de otros, lo cual se evidenciará con su participación como inversor o incluso promotor.

En ese sentido, el incentivo por presentar buenos proyectos, o por presentar la información más útil para el inversionista, se limitará a determinados proyectos presentados por promotores vinculados. En ese orden de ideas, una forma de que los PFP actúen en el mejor interés de sus clientes puede ser que, de *motu proprio*, se obliguen a participar (de forma irrevocable) como inversor en todos los proyectos de la plataforma. Esta acción sería una muestra de confianza a los potenciales inversores, pues el mensaje e incentivo es que sólo se promocionarán proyectos de calidad. Somos conscientes de que esta propuesta pueda ser muy onerosa (incluso discutible en términos de proporcionalidad en *stricto sensu*); sin embargo, nos parece atendible que, por el momento, pueda ser vista como una “buena práctica”. En este escenario es atendible la separación de funciones¹²⁵ a fin

expectativa. No ahondamos en este asunto pues consideramos que esta práctica responde más a un supuesto de manipulación de precios, que a una gestión de conflicto de interés. Se tiene conocimiento de que este mecanismo es utilizado por grandes fondos de inversión para atraer pequeños inversores. El Reglamento (UE) 2020/1503 ha reconocido a favor de los inversores no experimentados el derecho a un período de reflexión precontractual (véase el artículo 22°), lo cual debe ser cuidadosamente administrado, a fin de que se eviten situaciones de manipulación de mercado. Para ello, se debería informar a los potenciales inversores el porcentaje de la inversión que aún se encuentra en el período de reflexión precontractual, por ejemplo.

124. GALACHO ABOLAFIO, A. F., “*Crowdfunding* y *shadow banking*: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores”, cit., (consultado a través de medios electrónicos).

125. Para el autor, manteniendo esta información oculta se consigue el doble objetivo: por un lado, el propio PFP coadyuva a la consecución de financiación para un determinado proyecto –pero manteniendo este hecho como una decisión de inversión a nivel

de que el área encargada de la selección de los proyectos sea distinta al área que tome las decisiones de inversiones, o esté alejada de los socios del PFP que decidan invertir.

Consideramos que un esquema de auto-regulación por incentivos (como el planteado) puede ser una solución para corregir la asimetría informativa y mantener la integridad del mercado. De hecho, México viene promoviendo este mecanismo pues se considera que la práctica “*skin in the game*” es un elemento importante en la alineación de los intereses, en caso el PFP actúe como inversor.

5. QUINTO CASO: EL PFP ES PROMOTOR DE UN PROYECTO DE LA PROPIA PLATAFORMA

5.1. Descripción del caso

En el quinto caso podemos incluir la participación directa del PFP como promotor, o a través de entidades vinculadas. Con la entrada en vigencia del Reglamento (UE) 2020/1503 este supuesto podría limitarse a los socios que posean menos del 20% del capital social o derechos de voto¹²⁶. Esto viene ocurriendo en la práctica, pues los fundadores y principales accionistas de las plataformas suelen ser grandes fondos de inversión que crean este tipo de plataformas para diversificar el riesgo de proyectos de su preferencia. En el caso en concreto, el interés del PFP puede desviarse en el sentido de manipular el funcionamiento de la plataforma y la información transmitida a los potenciales inversores, a fin de promocionar el proyecto y captar la mayor cantidad de inversores, en vez de ofrecer la información más útil para el inversor. Como en los casos tercero y cuarto, el PFP tendría otro conflicto con los promotores no vinculados que podrían verse afectados por los privilegios que podría tener el proyecto del PFP.

Como indicamos, este supuesto es regulado en la norma italiana, la cual admite que el gestor de un portal para la captación de capitales de riesgo, mediante *equity crowdfunding*, emita valores que sean ofertados en su portal, para de esa forma financiar alguna expansión o proyecto en particular. En estos casos el gestor de la plataforma se obliga a adoptar medidas idóneas para la eficaz gestión del conflicto de interés, entre las que se incluye abstenerse de conducir tales ofertas si el conflicto no puede ser gestionado de manera que se afecte negativamente a los inversores¹²⁷.

empresarial e interno—; y, por otro, se mantiene la neutralidad e imparcialidad del PFP, que invertiría con los límites previstos por la Ley, pero sin repercusión en el resto de posibles inversores.

126. Establecida en el artículo 4º-1 del Reglamento (UE) 2020/1503.

127. Véase el artículo 8.2.

5.2. Propuesta de solución

De acuerdo la descripción de este supuesto, debemos manifestar que no es raro que los PFP se constituyan por grandes fondos de inversión, que a la vez tengan interés en participar activamente en determinados proyectos. Es preciso indicar que tampoco es poco extraño que el PFP emita valores por cuenta propia para financiar la expansión de sus actividades, lo cual es permitido también en la regulación mexicana¹²⁸.

Respecto de este último supuesto (intermediación financiera directa), debemos hacer referencia a que, en el contexto de los mercados organizados, usualmente las propias sociedades que operan los mercados de valores también emiten valores que cotizan en bolsa. Este es el caso, por ejemplo, de Bolsas Mercados Españoles (BME), quien cotiza en la Bolsa de Madrid¹²⁹ y –a su vez– opera dicho mercado organizado¹³⁰. Esta situación, que nace a partir del fenómeno denominado “desmutualización” de las bolsas de valores¹³¹, es una prueba de que lo ocurrido en el ámbito del *crowdfunding* no es una situación atípica, sin perjuicio de lo cual genera algunas situaciones que deben ser gestionadas, como son los propios conflictos de interés¹³².

El conflicto de interés aquí planteado es muy similar al del PFP actuando como inversor, con la particularidad de que el promotor tiene mayor manejo de la información y por ende el riesgo de que la información sea manipulada es mayor. En esa línea de pensamiento, una medida adecuada para la gestión del conflicto de interés, además de las propuestas en el punto anterior, sería reforzar aún más la transparencia, para lo cual pueden pensarse en las siguientes propuestas:

- a) Que el nivel de información sea establecido por la CNMV.
- b) Que el PFP tenga la carga de realizar sus mejores esfuerzos para verificar la veracidad de la información.
- c) Que una firma independiente compruebe la viabilidad del proyecto, y además califique su riesgo, de acuerdo a los parámetros que establezca la CNMV.
- d) Que el PFP participe como inversor, a fin de que asuma el riesgo del emprendimiento. Podría tomarse como referencia el modelo

128. Artículo 13, apartados 1-bis, 1-ter y 1-quater del *Regolamento sulla raccolta di capital di rischio tramite portal ion-line*.

129. Artículo 19.V de la Ley mexicana que regula las Instituciones de Tecnología Financiera del 9 de marzo de 2018.

130. <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0115056139&ClvEmis=15056>, consultado por última vez el día 10 de junio de 2019 a las 10:25 horas.

131. A través de la Sociedad Gestora de la Bolsa de Madrid.

132. ZUNZUNEGUI, F: “La desmutualización de las bolsas (Palabras de presentación a la mesa redonda: Estructura de los mercados financieros españoles)”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, julio de 2002, <https://rdmf.files.wordpress.com/2006/11/la-desmutualizacion-de-las-bolsas.pdf> (consultada el 2 de noviembre de 2020).

de titulizaciones, ejemplo claro de aplicación del principio “*skin in the game*”¹³³ y ¹³⁴. Desde nuestro punto de vista este es un requisito indispensable.

- e) La separación de funciones dentro del PFP, lo cual ha sido contemplado por el Reglamento (UE) 2020/1503¹³⁵, y permitiría que el área de selección de proyectos no tenga contacto directo con el área encargada de las inversiones o los propios socios¹³⁶.
- f) Para garantizar el cumplimiento de la transparencia exigida podría requerirse una autorización o comunicación *ex ante* declarando el cumplimiento de estas medidas.

VII. CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES

Los conflictos de interés en el *crowdfunding* se concentran en los PFP, en tanto prestan servicios a dos partes con intereses en conflicto: inversor y promotor. La propia naturaleza del mercado ha provocado que el ingreso de los usuarios o potenciales inversores sea gratuito, y que quienes soporten las cargas de los servicios sean los promotores, usualmente (propio de un mercado de dos lados).

En este contexto, es natural que el interés de los PFP se haya dirigido a prestar servicios más especializados a favor de los promotores, más aún si tomamos en consideración que los incentivos están diseñados, normalmente, para que sean efectivos una vez que se consigue la financiación y por un porcentaje del proyecto. La Ley 5/2015 atiende a la preocupación por el conflicto de interés, sin perjuicio de lo cual reconoce la evolución del *crowdfunding*, permitiendo actuaciones que agravan la probabilidad de su ocurrencia, como es permitir que el PFP (o sus vinculados) participe

133. Sobre el particular, se recomienda revisar a ALIAGA FARFÁN, J.: “Conflictos de intereses en las bolsas de valores desmutualizadas: la experiencia peruana”, *Revista de Derecho Themis*, n.º 53, 2007, pp. 211-234.

134. En este extremo sí coincidimos con GALACHO, pues cuando el PFP actúa como promotor debe demostrar que también asume un riesgo en su emprendimiento, y que se siente comprometido con el mismo; caso contrario (que se financie con deuda al 100%) no tendría ninguna aversión al riesgo de fracasar. GALACHO ABOLAFIO, A. F. «*Crowdfunding* y shadow banking»: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores, cit., (consultado a través de medios electrónicos).

135. Este criterio también es aplicado en técnicas de financiación como el *Project Finance*.

136. Véase el artículo 4º-1. En el mercado de valores se han planteado otro tipo de paliativos como la implementación de “murallas chinas” (un nivel mayor a la medida de separación de funciones) o la creación de empresas “independientes” para la participación en distintos mercados (por ejemplo, para diferenciar las actividades del emisor y del *dealer*), las cuales son también atendibles, aunque su efectividad dependerá mucho de la institucionalidad de las entidades. Esto puede ocurrir en el caso de las bolsas de valores desmutualizadas, cuyas acciones cotizan en mercados organizados, y en algunos casos (como en Perú) se les permite participar activamente en la compra y venta de valores.

como inversor o promotor, o prestando servicios de asesoría comercial a los promotores. Casi todo el peso de solucionar esta situación es encomendado a los PFP.

A fin de gestionar los conflictos de interés que surjan, se propusieron algunas soluciones que puedan aportar en el plano práctico de los PFP:

1. Cuando el inversor paga una retribución al PFP cada vez que se le “comunica” el lanzamiento de proyectos con determinadas características: se propuso que el PFP habilite un servicio de comunicación de oportunidades a los inversores no acreditados en función de los parámetros que ellos mismos elijan, evitando prestar un servicio de asesoramiento financiero personalizado. Una propuesta complementaria es reservar temporalmente un pequeño porcentaje de inversión en los proyectos que cumplan las características requeridas para el inversor no acreditado.
2. Cuando el promotor paga una retribución al PFP por conseguir la meta de financiación: adicionalmente a la transparencia (que viene aplicándose en cierto nivel), consideramos que debe reforzarse la calidad de la información que se otorga al inversor, para lo cual podrían utilizarse parámetros objetivos de calificación de riesgo.
3. Cuando el promotor contrata con el PFP la prestación de un servicio de publicidad: se propone la presentación de un instrumento ad hoc de información mínima al inversor, con el objeto de reforzar la protección de los inversores, lo cual ha sido propuesto en el Reglamento (UE) 2020/1503.
4. Cuando el PFP invierte en un proyecto de la propia plataforma: se propone elevar el estándar de transparencia como en los casos anteriores. Asimismo, debido a la información privilegiada que puede manejar el PFP se propone que su participación esté sujeta a una autorización o comunicación previa al regulador, a fin de que se constaten los estándares de transparencia y filtro de la información.

Respecto de la transparencia, sugerimos que la participación del PFP en algún proyecto en concreto sea divulgada de forma especial, es decir sólo a las personas realmente interesadas en invertir en el proyecto, y no así a los potenciales inversores en general, a fin de evitar un efecto distorsionador en el mercado.

Finalmente, como solución alternativa, a fin de alinear los intereses de los PFP con todos los promotores e inversores, se propone que ésta invierta en todos los proyectos que son aceptados en la

plataforma, y de esa forma todos los potenciales inversores y promotores sepan que los proyectos fueron elegidos bajo una debida diligencia.

Si bien es cierto muchas de estas propuestas no son viables con la entrada en vigencia del Reglamento (UE) 2020/1503, las recomendaciones deben leerse a la luz de las situaciones que aún permitiría la normativa comunitaria, como es el caso de que los inversores sean personas vinculadas al PFP.

5. Cuando el PFP es promotor de un proyecto de la propia plataforma: en estos casos se propone reforzar la transparencia, por ejemplo, a través de una firma independiente que califique el proyecto. Asimismo, consideramos indispensable que el propio PFP invierta un porcentaje importante en el proyecto, para asegurar su compromiso en el proyecto y, sobretodo, la asunción de riesgos (“*skin in the game*”). Como en el caso anterior, considerando la vigencia del Reglamento (UE) 2020/1503, esta recomendación podría ser aplicable (parcialmente) al supuesto de personas vinculadas al PFP que realizaran inversiones en proyectos colgados en la plataforma.

Como puede verse, el objetivo de la propuesta trabajada no responde a un interés por cambiar las reglas de juego con que viene desarrollándose la actividad económica, sino más bien a profundizar en las particularidades de este nuevo mecanismo, y de esa forma entender la dimensión de los problemas que generarían los conflictos de interés en este contexto y brindar una solución razonable y efectiva.

En materia de gestión de conflicto de interés no existe un reglamento o decálogo que pueda garantizarnos efectividad. Si bien es cierto son comunes medidas como el “*disclosure*” o las “murallas chinas”, en estricto, no aseguran una solución del (potencial o no) conflicto de interés, pues en un caso subsiste el conflicto, y en otro su efectividad depende de la fortaleza de la organización interna.

Para esta labor se requiere valorar cada una de las situaciones en juego y ponderarlas a fin de alcanzar una solución justa, y con esta finalidad sugerimos la aplicación del principio de proporcionalidad, criterio prestado del Derecho público, que consideramos totalmente aplicable en este caso. Nos parece saludable también que la regulación sugiera la realización de un reporte y revisión periódica de los conflictos de interés, premiando las mejores prácticas de forma pública (como en el caso del Reino Unido). La factibilidad y éxito de este tipo de medidas siempre dependerá de la regulación interna de cada PFP, por lo cual no es un tema menor plantearse un modelo organizacional que así lo garantice (lo cual viene ocurriendo en los gestores de los mercados organizados, cuyos valores cotizan en bolsa).

VIII. BIBLIOGRAFÍA

- ACCONCIA, V., “¿Qué hace que una campaña de crowdfunding tenga éxito?”, en MORENO SERRANO y CAZORLA GONZALEZ SERRANO (dir.): *Crowdfunding: aspectos legales*. Aranzadi Thomson Reuters, 2016.
- ALIAGA FARFÁN, J.: “Conflictos de intereses en las Bolsas de Valores Desmutualizadas: la experiencia peruana”, *Themis, revista de derecho*, n.º 53, 2007.
- ALONSO ESPINOZA, F., “Protección de la inversión a través de las plataformas de financiación participativa”, en: DE LA VEGA GARCÍA Y LÁZARO SÁNCHEZ (dir.): *Crowdfunding: cooperación colectiva al servicio de la financiación*. Aranzadi Thomson Reuters, 2018.
- ARGANDOÑA, A., “Conflicto de intereses: El punto de vista ético”. *Documento de Investigación publicado por IESE*, DI-552, n.º 3, 2004.
- BAENA TOVAR, N, *La regulación del abuso de Mercado en Europa y Estados Unidos*, Dirección de Estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2002.
- BOATRIGHT, J.R.: “Conflicts of interest in financial services”, *Business and Society Review*, n.º 105-2, 2000, DOI: <https://doi.org/10.1111/0045-3609.00078>.
- CARNEY, G.: *Conflict of interest: Legislators, ministers and public officials*, Transparency International Working Paper, 1998.
- COX, D., HILLMAN, R. W y LANGEVOORT, D. C., *Securities Regulation, Cases and Materials*, Little Brown & Co., 1991.
- CUENA CASAS, M., “Fintech y crédito responsable: big data y credit scoring”, en: ZUNZUNEGUI PASTOR (dir.): *Regulación Financiera y Fintech*. Aranzadi Thomson Reuters, 2019.
- CUENA CASAS, M., *Las fintech de préstamos o crowdlending. La contratación a través de plataformas intermediarias en línea*, Reus, 2019.
- DE LA VEGA GARCÍA, F., “Los mercados del crowdfunding y su protección jurídica”, en: DE LA VEGA GARCÍA y LÁZARO SÁNCHEZ (dir.): *Crowdfunding: cooperación colectiva al servicio de la financiación*. Aranzadi Thomson Reuters, 2018.
- 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*, n.º 145, 2017.
- GÁLLEGO LANAU, M., “Los remedios ante el incumplimiento de las obligaciones de transparencia en las plataformas de financiación participativa”, en ALONSO PÉREZ y HERNÁNDEZ SAINZ (dir.): *Servicios digitales, condiciones generales y transparencia*. Aranzadi Thomson Reuters, 2020.
- GÁZQUEZ SERRANO, L., *El contrato de corretaje o mediación*, La Ley, 2007.

- GILSON, R. G. y KRAAKMAN, R. H., “The Mechanism of Market Efficiency”, *Virginia Law Review*, vol. 70, n.º 549, 1984, DOI: <https://doi.org/10.2307/1073080>.
- GIMENO RIBES, M.: “Aproximación a la naturaleza del Crowdfunding”. *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 291, 2014.
- GONZÁLEZ MORENO SERRANO, A., “Código de Buenas Prácticas en el Crowdfunding”, en: MORENO SERRANO y CAZORLA GONZALEZ SERRANO (dir.): *Crowdfunding: aspectos legales*. Aranzadi Thomson Reuters, 2016.
- HAVRYLCHYK, O., “Regulatory framework for the loan-based crowdfunding platforms”, *OECD Economics Department Working Papers*, n.º 1513, 2018, DOI: <https://doi.org/10.1787/18151973>.
- 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 del Mercado de Valores*, n.º 16, 2015.
- HERNÁNDEZ SAINZ, E., “Mecanismos para garantizar un adecuado nivel de transparencia en las solicitudes de financiación empresarial a través de plataformas de financiación participativa (crowdfunding)”, en ALONSO PÉREZ y HERNÁNDEZ SAINZ (dir.): *Servicios digitales, condiciones generales y transparencia*. Aranzadi Thomson Reuters, 2020.
- KIRBY, E. y WORNER, S.: “Crowd-funding: An infant industry growing fast”, *Staff Working Paper of the IOSCO Research Department*, 2014.
- LAZARO SÁNCHEZ, E., “Crowdfunding: una fórmula de cooperación económica en la era digital”, en: DE LA VEGA GARCIA y LÁZARO SANCHEZ (dir.): *Crowdfunding: cooperación colectiva al servicio de la financiación*. Aranzadi Thomson Reuters, 2018.
- MACANÁS, G., “Calificación y caracteres del contrato de mediación con la plataforma de crowdfunding” En: DE LA VEGA GARCÍA y LÁZARO SÁNCHEZ (dir.): *Crowdfunding: cooperación colectiva al servicio de la financiación*. Aranzadi Thomson Reuters, 2018.
- MORENO SERRANO, E., “Configuración jurídica del “crowdfunding” como forma alternativa de financiación”, en: MORENO SERRANO y CAZORLA GONZALEZ SERRANO (dir.): *Crowdfunding: aspectos legales*. Aranzadi Thomson Reuters, 2016.
- NAVARRO MATAMOROS, L., “Concepto y clases de crowdfunding”, en: DE LA VEGA GARCÍA y LÁZARO SÁNCHEZ (dir.): *Crowdfunding: cooperación colectiva al servicio de la financiación*. Aranzadi Thomson Reuters, 2018.
- McMUNIGAL, K.C.: “Distinguishing risk from harm in conflict of interest”, *Business and Society Review*, n.º 100/101, 1998, DOI: <https://doi.org/10.1111/0045-3609.00019>.

- REBOLLEDO ABANTO, P. y SOTO CHÁVEZ, R.: “Estructura del mercado de créditos y tasas de interés: Una aproximación al segmento de las micro finanzas”. *Revista de Estudios Económicos del Banco Central de Reserva del Perú*, 2004.
- RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLEL, T., “La responsabilidad de las plataformas: alcance, límites y estrategias”, en: MORENO SERRANO y CAZORLA GONZALEZ SERRANO (dir.): *Crowdfunding: aspectos legales*. Aranzadi Thomson Reuters, 2016.
- RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T., *Régimen jurídico de los Mercados Electrónicos Cerrados (e-Marketplaces)*, Marcial Pons, 2006.
- RODRÍGUEZ, J.L., “Fintech desde la perspectiva de la promoción de la competencia”, en ZUNZUNEGUI (dir.): *Regulación Financiera y Fintech*, Aranzadi Thomson Reuters, 2019.
- SÁNCHEZ RUIZ, M.: “Deberes legales y conflictos de intereses de las plataformas de financiación participativa”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 153, 2019.
- SÁNCHEZ RUIZ, M., “Las normas de conducta de las plataformas de financiación participativa”, en: DE LA VEGA GARCÍA y LÁZARO SÁNCHEZ. Aranzadi Thomson Reuters, 2018.
- STRAUSZ, R.: “A Theory of Crowdfunding: A Mechanism Design Approach with Demand Uncertainty and Moral Hazard”, *American Economic Review*, vol. 107, n.º 6, 2017.
- ZUNZUNEGUI, F.: “Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (Crowdfunding – Spanish Crowdfunding Act)”, 2015. Available at SSRN: or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2628249>.
- ZUNZUNEGUI, F.: “La desmutualización de las bolsas (presentación a la mesa redonda: Estructura de los mercados financieros españoles)”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, 2002. Disponible: <https://rdmf.files.wordpress.com/2006/11/la-desmutualizacion-de-las-bolsas.pdf> (consultada el 2 de noviembre de 2020).

IX. DOCUMENTACIÓN

1. BCE-Comisión Europea, encuesta realizada en 2013 sobre el acceso de las PYME a financiación, http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/2013-safe-analytical-report_en.pdf.
2. BCE-Comisión Europea, encuesta realizada en 2013 sobre el acceso de las PYME a financiación, http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/2013-safe-analytical-report_en.pdf.
3. Comunicación de la Comisión, “Promover los sectores de la cultura y la creación para el crecimiento y el empleo en la UE”, COM(2012)537. Véase También Survey on access to finance for cultural and creative sectors (2014).

4. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones; “Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea” del 27 de marzo de 2014.
5. Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones del 26.12.2014 – «Liberar el potencial de la micro financiación colectiva en la Unión Europea».
6. Directiva 2014/65/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II).
7. Financial Conduct Authority (FCA). *The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules.*
8. Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.
9. Organización Internacional de Comisión De Valores. Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores, 2010.
10. Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresa, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937.
11. Review of Crowdfunding Regulation 2017: interpretations of existing regulatong concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel. Elaborado por “European Crowdfunding Network”, Bruselas, 2017.