

VNIVERSITAT E VALÈNCIA

FACULTAD DE DERECHO

Departamento de Derecho Mercantil “Manuel Broseta Pont”

Programa de Doctorado en Derecho, Ciencia Política y Criminología



TESIS DOCTORAL

**LA FINANCIACIÓN EN MASA DE LAS PYMES.
(EQUITY CROWDFUNDING)
CONTRIBUCION AL ESTUDIO DE SU REGIMEN JURIDICO**

Presentada por

FRANCISCO JAVIER ARAMENDIA GURREA

Dirigida por

Prof. Dr. Dr. h. c. JOSÉ MIGUEL EMBID IRUJO

Catedrático de Derecho Mercantil

Valencia, Octubre de 2019

Indice

Página

PRIMERA PARTE

EL FENOMENO DEL CROWDFUNDING DE INVERSION Y SU ORDENACION

JURIDICA

Capítulo Primero

El Problema de la Financiación de las PYMES y los Instrumentos a su Servicio

Especial Referencia a la Financiación en Masa.....	11
I. Introducción.....	11
II. Antecedentes de tipo General del Crowdfunding.....	14
III. Antecedentes del Crowdfunding de Inversión. El llamado “Gap Financiero”.....	17
IV. La protección de los Inversores.....	20

Capítulo Segundo

La Ordenación Jurídica del Crowdfunding de Inversión en el Derecho Comparado 24

I. Crowdfunding en Estados Unidos de América (EE.UU).....	24
I-1 Requerimientos para los Emprendedores.....	28
I-2 Requisitos a Cumplir por los Inversores.....	30
I-3 Requerimientos a los Intermediarios.....	32
I-4 El Caso Especial de los Agentes de Bolsa o “Broker-Dealers”.....	34
I-5 Juicio Crítico sobre el Impacto de La JOBS Act en los Mercados de Valores de los Estados Unidos.....	34
I-6 Apreciación Final.....	37
II. Crowdfunding en el Reino Unido.....	38
II-1 Introducción.....	38
II-2 Marco Normativo.....	38
III. Crowdfunding en Italia.....	41

	<i>Página</i>
III-1 Introducción y Marco Normativo.....	41
III-2 Régimen Jurídico de Plataformas o Portales.....	42
III-3 Quienes Pueden Ser Oferentes de Valores.....	43
III-4 Startups Innovadoras.....	43
III-5 PYMES Innovadoras.....	45
III-6 Juicio Crítico.....	47
IV. Crowdfunding en Francia.....	48
IV-1 Introducción y Marco Normativo.....	48
IV-2 Las Plataformas de Servicios Inversión (PSI) y los Consejeros de Inversión Participativa (CIP).....	48
IV-3 Una Mirada a la Operatoria.....	49
IV-4 Conclusiones	51
V. Derecho Comunitario.....	53
V-1 Introducción.....	53
V-2 Propuesta de Reglamento relativa a los Proveedores Europeos de Servicios de Financiación Participativa para empresas.....	55

SEGUNDA PARTE

LOS SUJETOS DEL CROWDFUNDING Y SU ACTIVIDAD

SEGÚN LA LEY 5/2015 DEL 27 DE ABRIL

Capítulo Tercero

I. La Ordenación Jurídica del Crowdfunding de Inversión en el Derecho Español, Ley 5/2015 de 27 de Abril de Fomento de la Financiación Empresarial	58
I.1 Introducción y Preámbulo de la Ley.....	58
I-2 Una visión Preliminar del Título V de la Ley.....	61
I-2.a) General.....	61

1-2.b) Los Sujetos del Crowdfunding.....	62
II. Las Plataformas de Financiación Participativa (PFP).....	62
II-1 Introducción.....	62
II-2 Definición y Concepto.....	62
II-3 Ambito de Aplicación Territorial.....	64
II-4 Reserva de Actividad y Denominación.....	65
II-5 Autorización y Registro.....	66
II-6 Requisitos Previos para Solicitar Autorización.....	67
II-6.a) Requisitos Organizativos.....	67
II-6.b) Requisitos Financieros.....	68
II-7 El Seguro de Responsabilidad Civil.....	72
II-8 Solicitud de Autorización e Inscripción de la PFP.....	76
II-9 Modificación de la Autorización.....	79
II-10 Revocación, Suspensión y Renuncia de la Autorización.....	80
II-11 Normas de Conducta.....	81
II-12 Conflictos de Interés.....	84
II-13 Proyectos Vinculados.....	87
II-14 Publicidad.....	90
II-15 Servicios Prestados por las Plataformas de Financiación Participativa.....	90
II-16 Servicios Prohibidos.....	95
II-17 Régimen de Supervisión, Inspección y Sanción.....	101

	<i>Página</i>
II-17-1 General.....	101
II-17-2 Comunicaciones a la CNMV.....	102
II-17-3 Infracciones.....	102
II-17-4 Sanciones.....	104
II-18 Responsabilidades Contractuales.....	106

Capítulo Cuarto

Los Proyectos de Financiación y los Promotores.....	109
I. Introducción.....	109
II. El Concepto de Proyecto.....	109
III. Formas de Financiación Participativa.....	112
IV. El Contrato de Mediación entre el Promotor y Las Plataformas de Financiación Participativa.....	114
V. Proyectos Excluidos.....	115
VI. El Problema de los Derivados.....	117
VII. Los Promotores.....	122
VII-1 Requisitos.....	122
VII-2 Obligaciones a Cargo de los Promotores.....	123
VII-3 Obligaciones a Cargo de las Plataformas.....	125
a) Diligencia en la Admisión e Identidad del Promotor	125
b) Límites al Número de Proyectos e Importe Máximo de Captación	126
c) Información sobre el Proyecto y su Responsabilidad	127
d) Información sobre la Oferta de Valores	128
e) La Coherencia en las Obligaciones de las PFP	131
VIII. La Protección de la Propiedad Industrial e Intelectual y el Crowdfunding.....	133
VIII-1 Propiedad Industrial.....	135
VIII-2 Propiedad Intelectual.....	136

VIII-3	Una Reflexión sobre la Protección de la Propiedad Industrial. e Intelectual en el Crowdfunding. Riesgos del Promotor.....	139
VIII-4	Riesgos de los Inversores sobre Titularidad, Propiedad Industrial e Intelectual del Promotor.....	142
IX.	Proyectos Exitosos y Fallidos.....	143
<u>Capítulo Quinto</u> – Protección del Inversor.....		147
Sección Primera: Aspectos Legales		147
I.	Antecedentes y Tipos de Inversores.....	147
II.	Normativa Española – La Ley 5/2015 de 27 de Abril de Fomento de la Financiación Empresarial – “LFFE”.....	149
II-1	Límites a la Inversión en proyectos publicados en plataformas de financiación participativa.....	152
II-2	Expresiones de Asentimiento del Inversor No Acreditado y Formalización del Contrato de Inversión.....	154
II-3	La Firma Electrónica.....	158
II-4	Certificados reconocidos	161
II-5	Intervención de un Tercero de Confianza – El Contrato de <i>Escrow</i>	162
II-6	Prestación de Servicios por Vía Telefónica.....	167
II-7	Prueba de los Contratos celebrados por Vía Electrónica.....	168
III.	La Representación de los Inversores por las Plataformas de Financiación Participativa.....	169
III-1	Antecedentes.....	169
III-2	General– La Representación de los Inversores.....	171

III-3 La Representación de los Inversores en el Proceso de Inversión.....	174
III-4 El Acuerdo de Voluntades entre el Promotor y los Inversores Formalización del Contrato de Suscripción de Participaciones.....	178
III-5 Nota final sobre la representación de los inversores, la relación entre las PFP y las entidades de servicios de pago y la actitud del regulador.....	179
III-6. Información a suministrar a los Inversores por la PFP.....	180
III-6-1 Información requerida por la LFFE.....	180
III-6-2 Otras informaciones a prestar, en su caso, por las PFP.....	181
Sección Segunda: Aspectos Prácticos de la Inversión.....	185
I.- Introducción.....	185
II.- En qué Tipos de Proyectos Invertir.....	185
II-1 Reflexión Inicial.....	185
II-2 Diversificación.....	187
II-3 Consideraciones Previas a la Inversión.....	188
II-3.a) Rendimiento Monetario.....	189
II-3.b) Liquidez.....	189
II-3.c) Vías de Terminación de la Inversión.....	190
II-3-.c).1 Compra por Otra Empresa.....	190

	<i>Página</i>
II-3.c).2 La Posibilidad de Cotización en Bolsa a través de una Oferta Pública de Venta de Valores.....	193
II-3.c).3 Recompra de las Acciones o Participaciones por el Propio Promotor-Emisor	194
III. Inversiones Concretas y sus Objetivos	194
III-1 Inversiones por Motivos Económicos	195
III-2 Inversiones por Motivos Sociales o Ideológicos.....	197
IV.- Investigación Necesaria Previa a la Inversión: Due Diligence (DD).....	198
IV-1 General.....	198
IV-2 Tipos de “Due Diligence” (DD).....	202
IV-2.a) “Due Diligence” (DD) Legal.....	203
IV-2.b) “Due Diligence” (DD) Financiera.....	208
IV-2.c) “Due Diligence” (DD) Operacional o de Negocio.....	210
<u>Capítulo Sexto:</u> Naturaleza Jurídica del Crowdfunding de Inversión.....	216
I. General.....	216
II. Las Cuentas en Participación.....	217
II-1 Concepto.....	217
II-2 Origen Histórico.....	219
II-3 Naturaleza Jurídica de las Cuentas en Participación.....	222
II-4 Posible Aplicación de las Cuentas en Participación al Crowdfunding.....	224

III. Naturaleza Jurídica del Crowdfunding de Inversión según la Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial.....	231
--	-----

TERCERA PARTE:

CROWDFUNDING Y DERECHO DE SOCIEDADES

Capítulo Séptimo: Los especiales condicionamientos del Crowdfunding de Inversión.....	236
I. Introducción.....	236
II. Temas Societarios.....	236
II-1 La posible existencia de un número elevado de pequeños accionistas no acreditados. Sus condicionamientos y límites.....	236
II-2 La inversión a través de medios electrónicos e internet. Sus peculiaridades.....	240
II-3 La importancia de redactar cuidadosamente los Estatutos de Sociedad objeto de la inversión.....	242
II-4 Convocatorias y celebración de Juntas.....	243
II-5 La Representación de los inversores por las Plataformas de Financiación Participativa.....	244
II-6 La operación de aumento capital inicial con supresión del del derecho de suscripción preferente.....	249
III.- La Problemática Especial de los Accionistas o Partícipes.....	253
III.1 La elección del tipo de acciones o participaciones en la sociedad promotora. Acciones sin voto o preferentes. Ventajas e inconvenientes.....	253
III.2 La Evaluación de las Acciones o Participaciones a suscribir por los inversores en Crowdfunding.....	262
III.3 Medidas específicas de protección del inversor, una vez suscritas las acciones, participaciones u obligaciones convertibles en una empresa determinada.....	267
III.3-1 Reparto de dividendos.....	267
III.3-2 Derecho de suscripción preferente.....	268
III.3-3 Dilución y Medidas Antidilución.....	269

	<i>Página</i>
III.3-4 Otras Medidas Protectoras	272
a) Derecho de Veto	272
b) Derechos de Acompañamiento y Arrastre	274
c) Derecho de Separación	276
d) Derechos de Tanteo y Retracto.....	280
Capítulo Octavo: Los Pactos Parasociales en el Crowdfunding.....	281
I. Teoría General.....	281
I.1 Introducción.....	281
I.2 Concepto y Finalidades.....	283
I.3 Contenido y Clases.....	284
I.4 Naturaleza Jurídica de los Pactos Parasociales.....	288
I.5 Legitimidad y Efectos Contractuales “inter partes” de los Pactos Parasociales y sus Límites.....	290
I.6 El Incumplimiento de los Pactos Parasociales. Remedios, Medidas Cautelares y Clausulas Penales.....	295
I.6.a) Cumplimiento Específico.....	295
I.6.b) Indemnización de Daños y Perjuicios.....	296
I.6.c) Medidas Cautelares.....	297
I.6.d) Otros Remedios.....	298
I.6.e) Clausulas Penales.....	298
II. Pactos Parasociales y Prestaciones Accesorias.....	299
III. Instrumentos Auxiliares de los Pactos Parasociales.....	300
IV La Oponibilidad de los Pactos Parasociales respecto a Terceros.....	302
V Ls Oponibilidad de los Pactos Parasociales respecto a la Sociedad y sus acuerdos en Junta General.....	306
VI Los Pactos Parasociales aconsejables en el Crowdfunding de Inversión.....	311
CONCLUSIONES.....	318
BIBLIOGRAFIA.....	325

PRIMERA PARTE

EL FENOMENO DEL CROWDFUNDING DE INVERSION Y SU ORDENACION JURIDICA

CAPITULO PRIMERO

El Problema de la Financiación de las PYMES y los Instrumentos a su Servicio. Especial Referencia a la Financiación en Masa.

I. Introducción

La idea del crowdfunding como método de financiación o provisión de recursos económicos por un grupo más o menos nutrido de individuos con el objetivo de apoyar un proyecto determinado, bien a título de donación, obtención de un producto o recompensa, adquisición de acciones o participaciones de una empresa o simple préstamo, no es nueva, si bien ha registrado un considerable auge a principios del nuevo milenio, al amparo de la difusión de internet.

Se trata, sin duda, de un medio alternativo de inversión que registra un alto potencial habiéndose extendido con rapidez, sobre todo por los países desarrollados especialmente en los Estados Unidos de América y también en el resto de países desarrollados e incluso en algunos de los en vías de desarrollo.

El objeto de nuestro estudio se va a ceñir especialmente a la modalidad llamada de “Equity Crowdfunding” o financiación en masa de inversión a través de internet, esto es mediante la participación de un grupo más o menos grande de pequeños inversores, en la adquisición de un número determinado de valores en una entidad, normalmente de pequeño o mediano tamaño, (PYMES) o “startups”, que constituye el proyecto objeto de la inversión. Se refiere, pues, a una inversión

realizada con la finalidad de obtención de una ganancia lucrativa o de un interés social, en su caso.

Es un hecho que son las pequeñas y medianas empresas las que, en general, registran mayores dificultades para la obtención de recursos pecuniarios, ya que por su pequeña dimensión no cuentan con balances contables auditados, ni poseen bienes o patrimonio que puedan constituir garantías sólidas reales, o fianzas personales suficientes.

La situación es todavía más complicada en el caso de las PYMES que pretenden desarrollar proyectos revolucionarios de productos o servicios, ensayando novedosas patentes, técnicas o procedimientos con un elevado índice de incertidumbre, lo cual incrementa el riesgo de fracaso de manera exponencial.

Tradicionalmente en España las empresas, grandes o pequeñas, se han apoyado sobre todo en la financiación bancaria, a través de préstamos o créditos, con o sin gravámenes reales de hipoteca o prenda. Las grandes empresas han podido, también, financiarse acudiendo a los mercados de capitales, lo cual acrecienta sus posibilidades de financiación.

Sin embargo, este no es el caso de las PYMES, que al no contar con la suficiente masa crítica, según indicábamos antes, tienen que apoyarse solo en la financiación bancaria.

Ciñéndonos a la situación en nuestro país el problema es si cabe más crítico pues a la casi exclusividad de la participación bancaria en el suministro de recursos dinerarios para las empresas, sobre todo las más pequeñas, se añade la dificultad sobrevenida por la crisis económica que, aun habiéndose ya en buena parte superado, ha golpeado brutalmente las finanzas españolas, especialmente por la quiebra de un número importante de entidades de crédito, a consecuencia de la explosión de la burbuja inmobiliaria.

De todo esto se deriva el gran interés del país y notablemente de su sector de PYMES por hallar nuevos medios alternativos de financiación como los representados por el “equity crowdfunding”, o financiación en masa con fines de inversión, pues viene a representar un soplo de aire fresco en su difícil búsqueda de recursos.

Es una verdad axiomática que ahora en que la economía registra una globalización acelerada y, por lo tanto, la competencia es dura entre un número cada día más amplio de operadores, en un mundo plano por la mejora incesante de las tecnologías de la información y los transportes, la innovación es el arma necesaria para incorporar valor añadido, como ingrediente fundamental y a veces decisivo, en las estrategias de marketing que tratan de mejorar la competitividad.

La oportunidad en estos momentos del estudio del tema es clara y su relevancia crucial, a fin de mejorar la competitividad de las pequeñas y medianas empresas españolas en el ámbito internacional.

No se olvide, insistimos, que las PYMES constituyen más de las dos terceras partes de nuestro sector económico empresarial, contribuyendo de manera decisiva a la creación de empleo y, por tanto, todo lo que contribuya a su financiación y sus resultados inducidos de innovación y eficiencia representa una prioridad absoluta en la política económica española.

Desde el punto de vista estrictamente jurídico el estudio que se pretende se habrá de centrar en un análisis exhaustivo de la legislación española vigente y sus desarrollos reglamentarios, incluyendo, en primer lugar, la Ley 5/2015 de 27 de Abril, en lo sucesivo LFFE, en conjunción con las leyes de sociedades de capital y las correspondientes del mercado de valores y otras disposiciones pertinentes actuales o que se pudieran publicar, eventual jurisprudencia, (dado que por la novedad de la institución y su reciente regulación no existen de momento resoluciones judiciales relevantes en España), aportaciones de derecho

comparado, especialmente del mundo anglosajón, y europeo y legislación comunitaria, que puedan tener relevancia para la investigación emprendida.

El interés científico de la investigación reside en ofrecer sugerencias y conclusiones para el análisis científico de toda la problemática que encierra esta peculiar forma de financiación, tratando de cohesionar dos principios igualmente relevantes y de interés público : por un lado, se trata de difundir lo más ampliamente posible esta nueva forma de financiación de las pequeñas y medianas empresas y por el otro, se habrá de ofrecer una vigorosa seguridad jurídica a los inversores, protegiendo, a través de eficaces instrumentos normativos y cautelares , sus legítimos intereses.

II - Antecedentes de tipo General del Crowdfunding

Haciendo un poco de historia, todos los tratadistas se refieren a un clásico ejemplo del crowdfunding de donación, que afectó a la construcción en 1885 del pedestal de granito de la Estatua de la Libertad de Nueva York. ¹

Como es sabido, Francia regaló dicha estatua, cincelada por el escultor Federico Augusto Bartholdi, a los Estados Unidos para conmemorar el centenario de la amistad entre los dos países y su mutua exaltación de los ideales republicanos. La estatua llegó a Nueva York en Junio de 1885 y permaneció desmontada durante un largo año en un almacén, a la espera de la construcción de un pedestal digno.

Este empeño sufrió continuas demoras, debido a la falta de disponibilidad económica por parte del comité “ad-hoc”, creado para dicha construcción. En

(1) Freedman, David M. & Nutting, Matthew R. “Equity Crowdfunding for Investors”, Hoboken, New Jersey, Wiley Finance Series, John Wiley & Sons, 2015 – Capítulo 1, pags. 2 y 3

efecto, el comité sólo había podido reunir la mitad del presupuesto cifrado en 300.000 dólares.

Tanto el Estado de Nueva York como el Congreso de los EE.UU rechazaron otorgar subvención alguna. Al mismo tiempo diversas ciudades de los Estados Unidos promovieron campañas para sufragar el pedestal, a condición, naturalmente, de colocarlo en sus núcleos municipales.

Ante esta enojosa situación, surgió la iniciativa de Joseph Pulitzer, judío húngaro propietario del periódico “New York World”, quién en su ferviente deseo de que la estatua se quedara en Nueva York, hizo una llamada apasionada de ayuda a los ciudadanos a través de su periódico, para que éstos ofrecieran pequeñas donaciones a tal propósito.

La campaña de Pulitzer fue un clamoroso éxito pues se reunió el equivalente hoy a más de dos millones de dólares a través de las contribuciones de más de 125.000 personas. La mayoría de las donaciones fue de un dólar o menos.

Resultado de todo ello fue la inauguración de la Estatua de la Libertad el 28 de Octubre de 1886, en una ceremonia presidida por el Presidente Grover Cleveland, quién, por una ironía de la historia, en su anterior condición de gobernador del Estado de Nueva York, había vetado una propuesta para financiar el proyecto del pedestal.

La iniciativa de Pulitzer ha quedado como exponente del mundo anterior a internet. Sin embargo, la difusión masiva de internet al inicio del nuevo milenio supuso una auténtica revolución y la aparición del crowdfunding propiamente dicho, primero tímidamente y convertido luego en un fenómeno habitual, después.

Es sabido que el término en sí de crowdfunding fue acuñado por el estadounidense Michael Sullivan en el 2006, a través de su proyecto de creación

de una incubadora de pequeñas empresas, (“startups” diríamos ahora) mediante la financiación (“funding”) de una multitud de personas (“crowd”).

Ya antes de la invención oficial del término, se llevaron a cabo iniciativas del crowdfunding de recompensa, utilizando la red de internet, tal como la del músico y programador de software Brian Camelio, que es considerado como uno de los pioneros del crowdfunding.²

Camelio estaba preocupado por el problema de la piratería en la industria musical que impedía la obtención de una compensación justa para los creadores.

La reacción de Camelio fue la creación de un portal de internet donde los “fans” de un músico determinado, pudieran tirar dinero figuradamente al artista, comprando anticipadamente la grabación o el disco, como recompensa, con anterioridad a que el disco formal fuese lanzado.

Actualmente, la más destacada plataforma del crowdfunding de recompensa es “Kickstarter” creada en los EE.UU. en el 2009.³ Kickstarter ha contribuido a financiar, desde 2009, más de 200.000 campañas, obteniendo miles de millones de dólares de millones de aportantes.

Los proyectos apoyados son singularmente musicales, seguidos a cierta distancia por los artísticos, publicaciones, cortometrajes, películas y videos, teatrales, juegos y otras categorías.

(2) Ibidem, Freedman, David M. & Nutting, Matthew R. “Equity Crowdfunding for Investors”, Capítulo 1, p. 3

(3) “Top 10 Crowdfunding Websites by Traffic”, Go Fund Me, Ranking by Alexa.com, Octubre 16, 2013

Hay que destacar, una vez más, que los promotores de estas campañas, además de recibir los fondos recaudados, retienen todos sus derechos de propiedad intelectual: patentes, marcas y copyrights.

III –Antecedentes del Crowdfunding de Inversión.

El llamado “Gap Financiero”

Según se ha indicado anteriormente el “crowdfunding” o financiación en masa para la adquisición de acciones o participaciones en sociedades anónimas o limitadas, normalmente de pequeñas y medianas empresas (PYMES), viene a llenar un hueco que existía en la financiación de empresas. Es lo que se llama en el argot técnico internacional como el “financing gap”.

En efecto, hasta ahora las empresas pequeñas o medianas, pero ya de cierto volumen y rodadura se han venido financiando a través de los recursos proporcionados por las llamadas entidades de capital- riesgo o “venture capital”, o sea por aquellas cuyo objeto social es invertir parte de sus recursos propios o ajenos, préstamos bancarios o emisiones de bonos, en su caso, en paquetes accionarios de otras empresas, en general en el momento de su constitución o posteriormente. Son las llamadas “start-ups” o empresas en fase de despegue y en la mayoría de los casos con objetos sociales vertidos hacia la tecnología e innovación.

Una vez que la entidad participada se ha ido consolidando y se ven posibilidades de que será capaz de desenvolverse en los mercados, la entidad financiadora de capital-riesgo probablemente desinvertirá, si las condiciones de negocio aseguran a la inversora plusvalías atractivas.

Con el importe obtenido en la desinversión la empresa de capital- riesgo volverá a invertir lo obtenido en alguna otra empresa prometedora que inicia su andadura,

continuando así el ciclo inversión-desinversión que consta en su objeto social y estatutos.

Otra manera de proporcionar financiación a estas pequeñas y medianas empresas es la que se canaliza por medio de los llamados: "Business Angels", o sea a través de personas o entidades capitalistas que asisten a la nueva empresa en el momento, en general, en que da sus primeros pasos, proporcionando a la neófito no solo los necesarios recursos económicos, sino, también, asesoramiento y consejo de tipo contable, fiscal, de estudio de mercados, de análisis y escrutinio de proveedores o de las oportunidades que puedan existir para la hoy tan necesaria internacionalización.

Esta figura, que dista mucho, normalmente de ser angélica, pues su finalidad en general es conseguir un beneficio, brinda, sin embargo, una cierta labor de tutoría que puede resultar inapreciable en los momentos de nacimiento a la difícil vida industrial o mercantil de la nueva sociedad.

Existe, no obstante, una categoría de pequeñas empresas, que no son ni siquiera interesantes por su volumen o su peculiar situación para la intervención de las sociedades de capital-riesgo o "business angels", ya sea porque su objeto social es demasiado arriesgado o de inciertos resultados o porque al intentar competir por financiación han quedado desplazadas por otras más seguras o atractivas, el hecho es que no cuentan con oportunidades ciertas de financiación y mucho menos con la posibilidad de acudir a los crédito bancarios.

En esos casos se ha recurrido tradicionalmente a lo que coloquialmente en el mundo anglosajón, o en general en el mundo internacional de los negocios, se conoce como "las tres f", o sea: "family, friends & fools", que como se sabe viene a significar en román paladino: familia, amigos y tontos o locos, como lo traducen algunos. En otras palabras estas empresas o emprendedores personales, aunque cuenten con valiosas ideas o brillantes soluciones innovadoras para problemas acuciantes, pueden frecuentemente carecer de financiación.

Es, precisamente, el hueco que dejan desatendido las otras categorías de inversores y que no atrae a la banca ni menos a los mercados de emisión de valores, el que puede ser objeto del “equity crowdfunding” o financiación en masa por un colectivo quizás numeroso de pequeños inversores, apoyados en el poder de comunicación y enlace que proporciona internet y su corolario de las consabidas redes sociales, con los potenciales beneficios tecnológicos y de empleo que pueden resultar.

En primer lugar, la red aminora o ignora las distancias de manera que los pequeños inversores pueden de hecho residir a miles de kilómetros y estar, sin embargo, interesados en aportar pequeñas sumas para una finalidad determinada que por unas razones u otras les resulta atractiva. Piénsese, por ejemplo, en las numerosas empresas tecnológicas, “startups”, desarrolladas en países como Israel y que pueden acudir, a través de la red a toda la inmensa comunidad de judíos que se extiende por el ancho mundo. O la diáspora, también, de comunidades armenias o de otras nacionalidades desparramadas por el globo.

Internet juega en estos casos un papel fundamental de comunicación y acceso, que hay que tener muy en cuenta a la hora de analizar la viabilidad de esta modalidad de “crowdfunding”, que rompe los moldes tradicionales de inversión.

Insistimos, una vez más, en que nos estamos refiriendo a PYMES, que ni por ensalmo podrían aproximarse a los mercados de capitales, que aunque son cada vez más globales y abiertos a inversores planetarios, están, sin embargo, sometidos a fuertes exigencias regulatorias por parte de los organismos controladores, haciendo casi imposible por su alto coste su acceso a los mismos.

Hasta aquí hemos tratado de revelar las bondades y potencialidades de la financiación en masa a través de internet y sus posibilidades de llenar un hueco o “gap financiero” que apoye y fortalezca a las pequeñas y medianas empresas que, como ya hemos asegurado, constituyen el núcleo duro del edificio empresarial,

especialmente en un país como España en que existe una atomización exagerada de empresas.

IV. La protección de los Inversores

Conviene, no obstante, dejar desde el principio bien sentado que el “crowdfunding” de inversión no se puede confundir con la panacea, con un “curalotodo” que venga a solucionar la sequía de recursos de las pequeñas y medianas empresas. Este instrumento puede resultar útil junto con otros del tenor de los expresados anteriormente, para mejorar la situación de nuestro entramado empresarial, pero hay que exigir una serie de condiciones que son, como vamos a señalar a continuación, tarea del legislador.

Así pues habrá de conseguirse un saludable equilibrio entre la utilización creciente de este mecanismo en el mundo de la inversión productiva empresarial y la salvaguarda al mismo tiempo de la protección de los pequeños inversores, para lograr así una síntesis exitosa que redunde en beneficio de la economía nacional, creando empleo y desarrollando nuevas tecnologías y ventajosas innovaciones.

Siguiendo con el tema clave de la protección de los inversores hay que insistir en que es preciso instrumentar sistemas de información y transparencia que descubran a los potenciales inversores, junto a los previsibles beneficios de su contribución, los riesgos de exponer sus caudales en actividades de incierto resultado, en que no hay referencias históricas contrastadas de resultados prometedores.

De ahí, también, la necesidad de requerir la intervención de plataformas debidamente registradas y vigiladas por los organismos reguladores, que puedan llevar a cabo “ex ante” una rigurosa labor de filtrado y análisis, lo que se ha llamado ya habitualmente como “due diligence”, de modo que se eliminen o

reduzcan al máximo las posibilidades de fraude o de otras prácticas irregulares que podrían poner en duda el buen éxito de la financiación en masa de proyectos.

En el mundo existen ya un buen número de estas plataformas, aunque hasta ahora se ha centrado su funcionamiento más en los tipos de crowdfunding de donación para proyectos, especialmente de producciones musicales y cinematográficas, o del denominado de recompensa que premia a los participantes con primicias de productos, distinciones honoríficas y otros regalos más bien simbólicos,

Es, como ya hemos indicado el fenómeno del “equity crowdfunding”, o de inversión, que a nosotros nos ocupa, el que necesita en mayor medida, por las potenciales capitales a solicitar, sistemas prácticos y efectivos de protección de los inversores.

Con esta finalidad de instrumentar medidas que sirvan de escudo y salvaguarda de los pequeños inversores se han establecido en vía legislativa una serie de condicionamientos entre los que destacan, además del control de la idoneidad e integridad de las plataformas de intermediación, (a través del obligado registro), y de sus administradores y ejecutivos, los de establecimiento de límites prudentes en las cantidades que los inversores pueden arriesgar, vinculadas a sus ingresos o patrimonio, así como el monto total de los proyectos a financiar.

Consciente el legislador de que puede haber inversores ayunos de cualquier conocimiento financiero, junto con otros más sofisticados o acreditados, se ha preocupado de establecer límites más amplios para estos últimos, que están obviamente menos necesitados de protección.

Como antecedentes específicos de esta actividad de financiación en masa hay que señalar que, a pesar de tratarse de una actividad que no cuenta todavía con más de una decena de años, muchos Estados, encabezados por los Estados Unidos de América, se han apresurado a establecer marcos normativos exigentes, capaces

de alentar y ordenar esta novedosa forma de inversión, a la vez que se protege a los inversores.

Así el Congreso de los EE.UU., aprobó ya, el 5 de abril del 2012, la “Jumpstart Our Business Starts-Up”, denominada comúnmente con su acrónimo “JOBS Act” que pretende regular la actividad a que nos referimos, estableciendo limitaciones a la inversión individual, en defensa sobre todo de los inversores comunes o no sofisticados.

La estela abierta por la gran potencia americana ha sido seguida por otros Estados, regulando la institución. En efecto, el Reino Unido, Italia y Francia, entre otros, han procedido a regular el “equity crowdfunding”, o inversión en masa en esta línea de aliento y protección de los inversores.

Las autoridades comunitarias, por su parte, han detectado puntualmente la importancia de este fenómeno, publicando ya en el 2013 documentos preparatorios de tipo consultivo, como pasos previos a futuras directivas u otras disposiciones normativas que pudieran introducir en un próximo futuro instrumentos armonizadores a nivel de la Unión Europea.

También, ya en el 2013, el Banco Mundial, ⁴ observando el desarrollo del proyecto en los países emergentes, publicó documentos como el denominado: “Crowdfunding potential for the developing world”, en el que, a largo de más de 100 páginas va examinando, a la luz de las experiencias vividas en los países más avanzados, las posibilidades que brinda Internet para construir un ecosistema basado en la confianza o “trust” y proclive al desarrollo del crowdfunding de inversión.

(4) InfoDev. Washington DC, World Bank Group
<http://documents.worldbank.org/curated/en/409841468327411701/Crowdfunding-potential-for-the-developing-world>

Una vez logrado este ambiente cuando las circunstancias lo permitan, mediante la extensión de la red de Internet y sus derivados, y la sensibilización y confianza de la población, podrá extenderse el crowdfunding de inversión con la efectiva protección regulatoria de los inversores.

Como acertadamente comenta el profesor Ethan Mollick,⁵ fue la promulgación de la ley “Jumpstart our Business Start-Ups Act”, en su acrónimo “JOBS”, de Abril de 2012, la que abrió la puerta a la introducción del crowdfunding de inversión, levantando algunas de las limitaciones inherentes a la posibilidad de inversión en empresas, sobre todo por parte de individuos no sofisticados y derivadas básicamente del entramado normativo, promulgado en los años 30 del pasado siglo, esto es de la Securities Act de 1933 y la Securities Exchange Act de 1934, y su estricto control por la Securities & Exchange Commission o SEC.

(5) Mollick, Ethan: “The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study”, *Journal of Business Venturing*, 29, The Wharton School of the University of Pennsylvania, (2014), Páginas 1 a 16.

CAPITULO SEGUNDO

La Ordenación Jurídica del Crowdfunding de Inversión en el Derecho Comparado

I. El Crowdfunding en Estados Unidos de América (EE.UU.)

Como indicamos en el capítulo anterior, en Abril de 2012, se promulgó la "Jumpstart Our Business Startup Act", en acrónimo, JOBS Act, que se desarrolló reglamentariamente por las Final Rules de 2015, entrando en vigor en el 2016. Esta importante ley fue la respuesta, entre otras, del legislativo y ejecutivo norteamericano a la gran crisis económica desatada a partir del verano del 2007, cuyo origen hay que señalarlo en el hundimiento de los mercados de valores y los problemas de liquidez y solvencia de numerosas entidades bancarias y financieras de los EE.UU., por la explosión provocada por las llamadas hipotecas "sub-prime".

Aunque el epicentro del seísmo se produjo en EE.UU., sus ondas impactaron +brutalmente al resto de economías, sobre todo en los países desarrollados, como el Reino Unido, España, Irlanda, Islandia y otras.

El hundimiento de los canales de financiación produjo como corolario un espectacular y lacerante aumento del desempleo y la desaparición de muchos miles de empresas.

Al analizar las causas de este terremoto financiero, las autoridades detectaron que una de las principales había sido la tendencia persistente desde los años ochenta del pasado siglo XX, a desregular las actividades financieras en aras de liberar las fuerzas del mercado con innovaciones, supuestamente beneficiosas para el público en general como los derivados y titulizaciones, pero que encerraban de hecho, tremendos riesgos.

Para remediar estas deficiencias se instrumentaron con premura por el Congreso y el Senado estadounidenses, reformas legislativas de entre las que destaca la llamada “Dodd-Frank Act - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act” firmada por el presidente Obama en Julio del 2010, que, aparte de otros propósitos, pretendía endurecer la regulación sobre todo para las instituciones sistémicamente importantes, aumentando considerablemente el intervencionismo estatal en la economía.

Como el mercado de valores tiene como característica fundamental la necesidad de transparencia para la correcta formación de los precios o cotizaciones, la nueva normativa refuerza sustancialmente las obligaciones de información a cargo de las empresas, lo cual lleva consigo inexorablemente como resultado el incremento del tiempo y costes inherentes al acceso al mercado de capitales y la continuidad de la negociación de los valores.

Ante este panorama de incremento reactivo de la regulación y sus obligaciones anexas de información y cumplimiento adicional de requisitos normativos, el legislativo y ejecutivo norteamericano constataron que no parecía factible exigir tan onerosos requisitos a las pequeñas y medianas empresas que se encontraban ya antes con graves dificultades de financiación, por lo que debería habilitarse algún tipo de excepción de cumplimiento normativo a las mismas.

El resultado fue la JOBS Act, que aunque persigue también otras finalidades, tiene una relevancia fundamental en lo que a este trabajo afecta, pues supuso un espaldarazo definitivo al acceso de pequeños accionistas, sin mayor educación o experiencia financiera, a la financiación de pequeñas y medianas empresas, o sea a la esencia del crowdfunding de inversión.

Según indicamos antes, la JOBS Act fue promulgada con un fuerte apoyo de los grandes partidos en Marzo del 2012 y contó con la entusiasta inspiración y apoyo del presidente Obama, que la firmó el 5 de Abril de 2012.

Como acertadamente ha recalcado Antonio D. Tapia Frade,¹ “esta regulación es un ejercicio de funambulismo que discurre entre la protección de los inversores y la promoción o facilitación del acceso a la financiación de los mercados de capitales para las empresas de pequeña o mediana capitalización”.

El Título III de la JOBS Act es la pieza clave de la apertura a las masas de inversores no acreditados, a la inversión privada en pequeñas y medianas empresas. En los años anteriores, se fue detectando una inquietud sobre este tipo de inversión, sobre todo a raíz de la caída de la cotización en las llamadas compañías “dot-com”, en torno al año 2000.

Se había constatado que las startups tecnológicas, no contaban con un acceso adecuado a fuentes de capital a través de internet, impidiendo el que los pequeños inversores pudieran participar en una fase temprana, en empresas prometedoras.

Este estado de ánimo coincidió a finales de la primera década del siglo XXI, con el auge, como ya hemos antes reseñado de las otras formas del crowdfunding, especialmente el de recompensa, con ejemplos tan relevantes de plataformas como Kickstarter y otras.

El hecho de que, ya desde finales del 2007 se estuviese produciendo una gravísima crisis de financiación, sin parangón hasta entonces, incrementó, si cabe, el clamor para facilitar la financiación de tales empresas, buscando hallar una solución adecuada a su correcta financiación bajo nuevos parámetros, que sustancialmente pasaron por la liberalización de los requisitos de la inversión.

(1) Tapia Frade, Antonio D.: “La regulación del Equity Crowdfunding en el Derecho de EE.UU.”, Capítulo 2-1, en “Crowdfunding, Aspectos Legales”, Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González Serrano (Coordinadores), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuter Aranzadi, 2016, p. 77

Uno de los precursores de esta financiación abierta a todo tipo de inversores, usando la red, fue Australia, que ya desde 2006 fue ensayando diversas formas tendientes a derribar barreras existentes, de modo que se pudiese conjugar con éxito la adecuada protección de inversores no sofisticados con el fomento de esta novedosa fuente de financiación.²

Esta inquietud, convertida ya en frustración, especialmente ante la evidencia de la crisis financiera, y mientras se observaba el vigoroso desarrollo de las otras formas de crowdfunding, animó a diversos operadores legales y económicos preocupados por el candente tema de la inversión en startups a tomar iniciativas según se resalta a continuación.

Fueron así en su origen un trío de emprendedores³ los que promovieron más enérgicamente en Estados Unidos el desbrozamiento del camino para el crowdfunding de inversión, a través de la obtención de una excepción en la aplicación de las rigurosas normas del mercado de valores imperantes desde los años treinta del siglo XX, que en aras de la protección de inversores, dificultan y encarecen notablemente la inversión.

El borrador redactado por estos tres pioneros, a través de su propuesta legislativa marco, integrada por 10 puntos, fue la base del futuro Título III de la JOBS Act.

Esta iniciativa acabó convirtiéndose en ley y consistió en la inclusión de un nuevo párrafo en la Sección 4 (a) de la Securities Act de 1933, convirtiéndose en la

(2) Parkhill, Jay: “The World is not ready for Crowdsourced Securities Offerings”, The Startup Tool box Blog, Abril 26, 2007

(3) Sherwood, Neiss, Best, Jason y Cassady-Dorion, Zak, graduados de la Thunderbird School de la U. de Arizona.
www.startup exemption.com

nueva Sección 4 (a) (6), que abría nuevas oportunidades de inversión, tanto para demandantes de recursos monetarios como para la masa de inversores.⁴

Dado que la JOBS Act necesitaba para su debida aplicación un desarrollo reglamentario, la SEC publicó en Octubre del 2015 lo que se denominó “Final Rules”, una especie de reglamento, que entró en vigor en Mayo de 2016, cuyas disposiciones más relevantes detallamos a continuación.

- **I-1 Requerimientos para los Emprendedores**

El oferente de valores (securities), a través de la página web o portal de internet, o un intermediario financiero (bróker-dealer), habrá de ser una compañía privada con base en los EE.UU., pero quedan excluidas, entre otras, las sociedades de inversión, incluyendo fondos de distinto tipo.

Existe un límite de un millón de dólares, en un período de doce meses, para las emisiones de una entidad determinada, a través de portales de crowdfunding, que deberán estar registrados con la SEC. Cada emisión de alores habrá de realizarse, a través de una plataforma o intermediario registrado, que también podrá ser un bróker-dealer, o agente de inversiones.

Cada emisor deberá suministrar información precisa sobre los siguientes aspectos:

- Nombre, status legal, domicilio y página web, nombre de los altos ejecutivos, consejeros y accionistas que posean una participación en la empresa del 20% o más del capital social.
- Descripción de sus líneas de negocio, u objeto social, plan estratégico, estructura de capital, que incluya las fuentes de financiación de sus operaciones y crecimiento, detallando su apalancamiento, deuda a corto plazo y acciones ordinarias y preferentes.

(4) Securities Act 1933, www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf

- Importe de la oferta de valores, plazo para la colocación de los mismos y aplicación prevista de los importes obtenidos a través de la emisión.
- Precio de los valores emitidos por medio del crowdfunding o, en su caso, el método contemplado para el cálculo del precio, en el bien entendido que en este segundo caso los inversores tendrían la opción de dejar sin efecto su compromiso de adquisición, cuando se haya determinado el precio, si no está conforme con el mismo.

Cada emisor deberá proporcionar, también, una descripción exacta de las condiciones y riesgos de la oferta, y en especial:

- . La clase de valores ofrecidos y los que ya existan y sus diferencias.
- . Cómo se evalúa el nuevo capital obtenido a través del crowdfunding y cómo este quedará afectado por futuros incrementos de capital u otras operaciones societarias (dilución).
- , Los riesgos inherentes a participaciones minoritarias incluyendo la ausencia de control sobre el negocio y su evaluación, operaciones futuras de la sociedad y transacciones con otras entidades afines o con algún tipo de vínculos entre sí.

Existen diferentes tipos de régimen según el importe solicitado a través de la oferta. Así, aquellos emisores que pretendan obtener cifras relativamente modestas, que no superen los 100.000 dólares, habrán de proporcionar sus declaraciones de impuestos, si existen, y estados financieros, certificados por el ejecutivo principal de la empresa, generalmente el CEO o presidente.

A medida que el importe solicitado se incrementa, esto es, si se mueve en una horquilla de entre 100.000 y 500.000 dólares, los estados financieros serán “revisados” por un contable independiente y si el capital requerido a través de a oferta se eleva hasta el millón de dólares, entonces los estados financieros habrán de ser debidamente auditados por un experto contable público.

Es interesante mencionar que los costes de estos expertos se incrementan según su cualificación, lo cual puede suponer un factor de disuasión para empresas de tamaño reducido y limitados recursos.

Se prevé que los emisores, habrán de registrar la oferta en la SEC por medio de un nuevo formulario ad-hoc, en el que se incluya información acerca de consejeros, altos ejecutivos y accionistas relevantes (20% o más), el precio de los valores, la cifra de capital a conseguir y la fecha límite, precisando si se aceptarán fondos que superen el límite, estados financieros, transacciones con sociedades vinculadas, etc.

Una vez completada la ronda de inversión, los emisores estarán obligados a registrar en la SEC los estados financieros anuales, remitiéndolos, asimismo, a los inversores.

Se exige, igualmente, la cautela de que los emisores (incluyendo sus consejeros, altos ejecutivos y promotores, en general, de la oferta, serán considerados responsables por cualquier información fraudulenta o intencionalmente inexacta, u omisiones, en su caso, de carácter sustantivo, producidas en conexión con la emisión.

La responsabilidad se incrementa en el supuesto de que el emisor no haya ejercido un cuidado razonable o dolosamente haga declaraciones falsas o engañosas, ya que entonces deberá reembolsar a los inversores el importe invertido en la compra de valores, más los intereses correspondientes.

- I-2 Requisitos a Cumplir por los Inversores

Como ya hemos indicado anteriormente, la importancia trascendental de la JOBS Act, en su Título III, radica en abrir la puerta de los mercados de inversión a los pequeños inversores no sofisticados.

Según este Título, el Congreso de los EE.UU. trató de combinar, por una parte la necesaria protección de posibles inversores carentes de cultura financiera, con una saludable política de apertura prudente a la inversión, con ventaja para su propio patrimonio, y la economía nacional, en general.

La política protectora de estos inversores se basa en un marco cuantitativo con parámetros de patrimonio personal y/o de ingresos y temporal, también, con límites de inversión anuales. Todo ello con la finalidad de evitar pérdidas catastróficas o quiebras de los pequeños inversores no cultivados.

Los límites establecidos según el patrimonio neto o ingresos de los inversores, distinguen entre aquellos que no llegan a 100.000 dólares, en cuyo caso solamente podrán invertir la cifra más alta de 2.000 dólares o el 5% de sus ingresos o el 5% de su patrimonio neto. En cualquier caso cualquiera podrá invertir al menos 2.000 dólares en equity crowdfunding cada año.

Si los potenciales inversores, por el contrario, tuvieran unos ingresos a patrimonio neto de 100.000 o superior, entonces podrán invertir hasta el 10% de ambos (la cifra más elevada entre las dos), pero en ningún caso por encima del límite de 100.000 anuales.

Como requerimientos adicionales, hay que enumerar los siguientes:

- Los inversores deberán certificar personalmente que no superan los límites arriba enunciados, sin necesidad de presentar en cada caso declaraciones de impuestos u otra prueba concreta.
- Tendrán que demostrar además los inversores, en el momento de registrarse en una plataforma de inversión, a través de la cumplimentación de un cuestionario, que son conscientes de los riesgos de este tipo de inversión

Existe también la obligación de mantener la inversión realizada por esta vía de crowdfunding, por un período mínimo de un año, salvo que se trate de vender los valores al emisor o a un inversor acreditado.

Como salvaguarda extra, se otorga a los inversores el derecho de poder llevar a cabo una reclamación judicial contra el emisor para la devolución de los fondos aportados, en supuesto de que éste fuese responsable por informaciones falsas o incompletas, u omisiones sustanciales en relación con la emisión.

- **I-3 Requerimientos a los Intermediarios**

Como ya hemos repetido, los emisores no pueden llevar a cabo la oferta de valores a los inversores de forma directa, sino que necesitan canalizarla a través de intermediarios, que pueden ser plataformas ad-hoc, o agentes de bolsa (brokers-dealers). En cualquier caso las plataformas especializadas habrán de registrarse con la SEC y además ser miembros de una asociación nacional.

Las plataformas de inversión tienen serias obligaciones y severas limitaciones que vamos a analizar a continuación:

- Obligación de transparencia, indicando claramente cuales son sus criterios objetivos para aceptar o rechazar, en su caso, a los aspirantes a inversor, expresando, por ejemplo, si ponderan según tipos de industria o de localización geográfica. Los agentes de bolsa están autorizados, también, para poner en práctica apreciaciones subjetivas de selección.
- Todos los intermediarios deberán asimismo llevar a cabo comprobaciones respecto a consejeros, altos ejecutivos y accionistas de referencia (20%) del capital de cada emisor, a fin de minimizar el riesgo de fraude, debiendo rechazar la oferta de valores si alguno de los individuos citados ha sido condenado por un delito grave, o sancionado disciplinariamente por la SEC. El intermediario podría potencialmente ser responsable, en los

supuestos de existencia de manifestaciones fraudulentas o inexactas por parte del emisor.

- Los intermediarios deberán realizar esfuerzos razonables para cerciorarse que los emisores respeten los toques de la oferta y la no recepción de fondos de los inversores hasta que no se hayan conseguido los objetivos de la oferta. También mantendrán la privacidad y reserva de la información personal recibida de los inversores y sobre todo, habrán de comprobar que no se excedan los límites de ingresos y/o de patrimonio neto establecidos.

Entre las limitaciones a los intermediarios, destacamos:

- No proporcionar, salvo que se trate de “broker-dealers”, consejos o recomendaciones de inversión o solicitar aportaciones a inversores individuales.
- Carecer los intermediarios, incluyendo las plataformas especializadas y sus consejeros, altos ejecutivos o socios colectivos, de interés financiero en un emisor que esté utilizando sus servicios, y no retribuir a terceros, incluyendo promotores, colaboradores y asociados de negocio, por la búsqueda e identificación de inversores potenciales.
- Los intermediarios no podrán recibir, gestionar, o tener en su posesión, los fondos adelantados por los inversores, sino que deberán utilizar los servicios de un tercero depositario (escrow agent), de manera que según instrucciones, estos sólo desembolsarán los fondos entregándolos al emisor cuando la emisión sea exitosa. Las aportaciones, por el contrario, serán devueltas a los inversores si no se ha alcanzado el objetivo de la campaña.
- Una última limitación, si bien significativa, es que en ningún caso podrán las plataformas de inversión tomar participaciones en el capital de las compañías cuyas ofertas de inversión gestionen. Se trata aquí de preservar su objetividad y neutralidad, evitando conflictos de interés.

I-4 El Caso Especial de los Agentes de Bolsa o “Broker-Dealers”

Como ya se anunció, estos profesionales están sujetos a requerimientos todavía más estrictos, en aras de impedir toda manipulación, fraude, lavado de fondos y otras patologías, según se exige en la normativa específica para estos profesionales.

Sin perjuicio de que en otro capítulo de este trabajo se analice con más detenimiento el tema clave de la “diligencia debida” en sus facetas, tanto de los intermediarios, bien plataformas o bróker-dealers, como de los propios inversores, es necesario dejar bien claro que estos últimos, bien solos o en colaboración con la masa de inversores, deberán extremar el cuidado a la hora de desembolsar sus capitales, incluso cuando los intermediarios sean broker-dealers.

I-5 Juicio Crítico sobre el Impacto de la JOBS Act en los Mercados de Valores de los Estados Unidos.

La promulgación de la JOBS Act que, como hemos señalado, ha abierto teóricamente la puerta de los mercados de valores a muchos millones de potenciales inversores carentes de experiencia financiera, ha suscitado un aluvión de opiniones sobre sus virtudes y problemas.

Así, como toda iniciativa nueva que rompe moldes e inercias el crowdfunding de inversión ha suscitado opiniones encontradas. Por una parte, se registran voces autorizadas que muestran un moderado optimismo, sobre sus posibilidades.⁵

(5) Tal es el caso de Duncan Niederauer, Consejero Delegado de NYSE, Euronext, quien manifestó que si dicho instrumento funcionase correctamente llegará a ser el método con el que la mayoría de las pequeñas empresas se financiarán en el futuro. Fue también la entonces Presidenta de la SEC, Mary Jo White, quien, a diferencia de sus antecesores, dió un fuerte espaldarazo al mismo, diciendo en un discurso ante la asamblea anual del Instituto de Regulación de los Mercados de Valores en el 2014, que: “estamos, gracias a las JOBS Act, en el

Un medio tan influyente como el “Wall Street Journal”, publicó el 26 de Noviembre del 2013, un artículo de Danae Ringelmann de Indiegogo, en el que defiende con energía la apertura de la inversión a la masa de pequeños accionistas sin cualificación financiera especial: “Algunos sostienen que los inversores ordinarios no deberían adquirir acciones más que en empresas cotizadas, ya que aportar fondos a PYMES es demasiado arriesgado y complejo para la generalidad de individuos. Esto no lo sabremos hasta que este experimento resista el test de la realidad; pero mi predicción esperanzada es que hará la inversión menos arriesgada y compleja para la mayoría de la gente, mejorará la experiencia inversora y apuntalará el crecimiento económico”.⁶

Un sector que podrá salir claramente beneficiado, es el que tiene relación con el fomento de la innovación. Es bien conocido que muchos de los grandes inventos han nacido en pequeños talleres o garajes, que sólo a duras penas consiguieron, a veces por pura casualidad, reunir las minúsculas sumas de capital necesarias para registrar sus invenciones como patentes o comercializar mínimamente sus productos.

No es aventurado imaginar, sin embargo, que han sido muchas las ideas brillantes y comercialmente viables, que se han quedado en el limbo por ausencia de una financiación mínima. Por tanto, podríamos pensar que, quizás, la posibilidad de utilizar el crowdfunding de inversión, hubiera facilitado la solución.

No han faltado críticas, por el contrario, al Título III de la JOBS Act. En primer lugar se criticó por demasiado prudente el límite original del millón de dólares

comienzo de lo que promete ser un período de cambio transformativo en la formación de capital”.

(6) Ibidem, Freedman, David M. & Nutting, Mathew R.: “Equity Crowd funding for Investors”, p. 61

por emisión que serviría únicamente para las empresas más pequeñas y de cortas aspiraciones.

En este sentido, el Profesor de la U. de Columbia, Johan C. Coffee Sr.,⁷ en su testimonio en el Senado, fue contundente al aseverar que tales empresas diminutas y arriesgadas, carentes de una historia operativa e incluso estados contables estarían, en efecto “volando sobre un ala del avión, mientras rezan encomendando su espíritu y vendiendo únicamente esperanza, no substancia.”

Se han alzado, igualmente, ataques contra los costes inherentes a las emisiones superiores a los 500.000 dólares, al ser necesario auditar los estados financieros e incluso a los gastos a incurrir en las inferiores a dicha cifra.

También del lado de los inversores han existido comentarios poco favorables alegando que los inversores no sofisticados podrían ser inducidos, por tácticas de venta engañosas, a entregar sus ahorros a pequeñas empresas o startups, deficientemente gestionadas, perdiendo no solamente su inversión sino privando asimismo a otras empresas bien gerenciadas de los necesarios recursos.

Se ha llegado incluso a denunciar la posibilidad de provocar una burbuja con las consecuencias de todo tipo, que en vista de los precedentes históricos se pueden imaginar.

De todas las críticas, la que más impacto ha tenido es la de la posibilidad de comisión de fraude, explotando la buena fe de inversores novatos. Así lo expresó claramente a poco de promulgarse la JOBS Act, Luis A. Aguilar,⁸ uno de los comisionados de la SEC, quien manifestó que el Título III de la misma

(7) Coffee, John C. Ibidem, Freedman, David M. & Nutting, Mathew R.: “Equity Crowdfunding for Investors”, p. 62

(8) Aguilar, Luis A.: “Affinity Fraud, SEC Office of Investors Education and Advocacy”, Investors Bulletin, September 2012, www.sec.gov/investors/alerts/affinity/fraud.pdf

“incrementa el riesgo de fraude, falta de liquidez, y autocontratación (self-dealing) para los inversores poco avezados”.

A su juicio, la posibilidad de ser víctimas de fraude se acrecienta en el caso de comunidades de inversores unidos por especiales afinidades que trascienden el ánimo de lucro y que se identifican por vínculos étnicos, religiosos, deportivos, ideológicos o de otra índole, lo que les hace ser más vulnerables.

El mismo autor insistía: ⁹ “El uso de crowdfunding de inversión para apelar a sectores de la sociedad potencialmente vulnerables, es una preocupación primordial. Muchos de los casos en que interviene la SEC se suscitan en relación con los casos de “fraudes por afinidad, que abusan de la confianza y lazos de amistad que existen a menudo entre miembros de alguna comunidad étnica o religiosa”.

I-6 Apreciación Final

Si hay un rasgo del carácter de los estadounidenses, que le distingue de los nacionales de otros países, es del optimismo ante el futuro, la creencia de que con esfuerzo y trabajo duro se superarán las dificultades, caminando siempre hacia un horizonte de esperanza, (el sueño americano). Fallarán una o más veces, como es el caso de muchos emprendedores estrella de Silicon Valley, pero se levantarán otras tantas y más. “Don’t give up”, es el lema. No dar nada por perdido.

“Somos una nación de pioneros, hacemos experimentos y a veces fracasamos, pero siempre nos recuperamos y hasta bastante a menudo, tenemos éxitos fulgurantes. El crowdfunding de inversión o crowdfunding de inversión es una nueva y gran idea, una frontera inexplorada. Ninguna normativa, aun la más

(9) Ibidem, Aguilar, Luis A.: “Affinity Fraud, SEC Office of Investors Education and Advocacy”, www.sec.gov/investors/alerts/affinity/fraud.pdf

prolija, nos garantizará el éxito o evitará absolutamente el fraude o que algún inversor poco sofisticado (o incluso experto), no será en algún momento expoliado”, insisten los conocidos autores David M. Freedman y Matthew Nutting ¹⁰

De todas maneras, aun para espíritus recalcitrantemente optimistas, los mismos norteamericanos recomiendan prudencia, educación financiera y diversificación. “Una manera de minimizar pérdidas en la inversión de valores pasa por adoptar precauciones, avanzar poco a poco, ir adquiriendo una cultura financiera, diversificar la cartera de inversiones en crowdfunding de inversión y limitar las potenciales pérdidas al 5 o 10 por ciento de las inversiones totales. ¹¹

II. Crowdfunding en el Reino Unido

II-1 Introducción

El Reino Unido es adelantado y líder en el desarrollo del crowdfunding en Europa, tanto en sus facetas de donación como de recompensa y naturalmente lo es también en la de inversión. No en balde la City de Londres ha sido tradicionalmente el mercado financiero por antonomasia en Europa.

II-2 Marco Normativo

Hay que resaltar, en primer lugar, que el legislador británico tomó partido, ya desde el inicio del milenio por elaborar una legislación específica del

(10) Ibidem, Freedman, David M. & Nutting, Mathew R. “Equity Crowdfunding for Investors”, págs. 66-67

(11) Ibidem, Freedman, David M. & Nutting, Mathew R. “Equity Crowdfunding for Investors”, págs. 66-67

crowdfunding de inversión, a diferencia del criterio seguido por otros países, al tratar de encajar el fenómeno en la panoplia normativa ya existente.

Debemos destacar, igualmente, que la regulación en detalle de la actividad quedó encomendada a un organismo bien conocido, de probada competencia y suficientes medios, cual es la Autoridad de Conducta Financiera o FCA, en su acrónimo inglés.

La base normativa la encontramos en la Financial Services and Markets Act del 2000, el Régimen del folleto de inversión (Prospectus Regimen), la Alternative Investment Fund Managers Directive, la normativa sobre pagos y el Collective Investment Schemes (CIS).

Entrando ya en los textos legales específicos, tenemos que mencionar el Documento de Consulta CP 13/13 de la FCA, que a través de su difusión a los organismos y entidades interesadas, pretendía recibir aportaciones expertas sobre la regulación del crowdfunding de inversión.¹²

Resultado de esta consulta exploratoria fue el Policy Statement 14/4 sobre “The FCA’s Regulatory approach to crowdfunding over the internet and the promotion of non-readily realizable securities by other media”, de marzo del 2014¹³, completado un año después por el documento de la FCA “A Review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realizable securities by other media”, de Febrero del 2015.¹⁴

El propósito de estas disposiciones normativas era, como no podía ser menos, el promover la financiación a través del crowdfunding de inversión, al mismo

(12) <http://www.fca.ca.org.uk/news/cp-13-13-regulatory-approach-to-crowdfunding>.

(13) <http://www.fca.ca.org.uk/static/documents/crowdfunding-review.pdf>

(14) <http://www.fca.ca.org.uk/static/documents/crowdfunding-review.pdf>

tiempo que se intentaba proteger a los potenciales inversores, sobre todo a los carentes de educación financiera.

La normativa británica sistematiza su contenido segmentando la actividad de CF en los modelos habituales, de donación, recompensa, préstamos y de inversión.

En el modelo de inversión que nos ocupa se persigue la obtención de un beneficio via dividendo u otra manera, contemplando, también, la existencia de objetivos no financieros, tales como los de tipo social, ético o relacionado con el medio ambiente.

El organismo regulador se preocupó fundamentalmente, por la educación financiera de los inversores, a través de la realización de tests específicos, sobre comprensión de la inversión, el límite de la inversión no superior al 10% del capital neto y la exigua posibilidad de venta de los mismos valores o riesgo de liquidez.

Como ya indicábamos al principio, es la panoplia normativa “paraguas” de la Financial Services & Markets Act del 2000, la que regula, entre otros, el régimen de las plataformas de inversión, exigiendo su previa autorización por la FCA.

Respecto al ofrecimiento al público de los valores, se puede decir en general que no será necesario el redactar el folleto exigido por la anterior disposición, pues la mayoría de las emisiones de crowdfunding, quedaron exentas, por tratarse de ofertas con importe inferior a 5 millones en un período de 12 meses.

Los movimientos de fondos entre los financiadores, “crowd” y los promotores, estarán sujetos a las disposiciones correspondientes a los Servicios de Pago, necesitando una autorización especial por parte de la Financial Conduct Authority. Asimismo, están regulados los contratos de depósito garantizado, “Escrow Agreements”, que establecen las cláusulas y condiciones de manejo de los fondos entregados por los inversores y su eventual puesta a disposición de los promotores, si se cumplen las condiciones estipuladas.

III. Crowdfunding en Italia

III-1 Introducción y Marco Normativo

Al tratar del crowdfunding de inversión en Italia, lo primero que habremos de destacar es que el legislador italiano, enfrentado al fenómeno del crowdfunding en sus diversas variedades ya repetidas, ha optado por promulgar unas normas específicas únicamente respecto al crowdfunding de inversión.

Nota destacada también, es el énfasis puesto en la promoción del mismo a través de la innovación, como palanca de la competitividad de las empresas italianas.

El obstáculo fundamental para el acceso a los mercados bursátiles clásicos que ya conocemos, responde a las duras exigencias regulatorias con su corolario de costes, ha tratado de obviarse a través de normas específicas, que, en atención al reducido tamaño de las startups o PYMES en general, pretende aliviar la carga normativa, adaptándola a tales características.

El marco normativo básico está integrado por las siguientes normas:

- Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria” de Octubre del 2012 ¹⁵, en lo sucesivo TUF.
- Reglamento del 2013, elaborado por la “Commissione Nazionale per le Società e la Borsa” (CONSOB), el equivalente de nuestra Comisión Nacional del Mercado de valores. ¹⁶ Este reglamento ha sido objeto de sucesivas puestas al día en los años siguientes.

(15) Arts. 50 *quinquies* y 100 *ter* del decreto legislativo (en adelante: d.lgs) 24 de Febbraio 1998, n° 58 (en adelante con la abreviatura: TUF)

(16) Regolamento CONSOB, N° 18592 del 26 Junio 2013

La columna vertebral del sistema se apoya, como no podía ser menos, en el “portale per la raccolta di capitale” o página web, que en su calidad de intermediario entre promotores y proveedores de fondos, analiza y filtra las empresas demandantes de fondos, mostrándolas a continuación a través de la red, a los potenciales inversores.

Es interesante señalar que en Italia, las empresas de inversión y los bancos pueden estar autorizados para la gestión de estos portales, además, naturalmente, de sociedades de capital o cooperativas, cuyo objeto social comprenda esta actividad.

III-2 Régimen Jurídico de Plataformas o Portales

Tanto el Texto Unico, como el Reglamento de la CONSOB, contemplan en detalle la constitución, funcionamiento, derechos y deberes de las plataformas telemáticas, poniendo énfasis en la profesionalidad y honorabilidad de sus órganos de gobierno: administradores, directores y altos ejecutivos y otros integrantes de los elementos de control.

El reglamento de la CONSOB establece la obligación fundamental del gestor de la plataforma de observar una conducta diligente y con la necesaria transparencia, procurando siempre no perjudicar los intereses de promotores e inversores, salvaguardando la igualdad de trato. Se incluye, igualmente, un deber de confidencialidad.

Nota común con otros ordenamientos es la distinción entre inversores profesionales y no profesionales, reforzando en este último caso las obligaciones del portal con el fin de proteger adecuadamente a aquellos inversores con escasa o nula educación financiera ante los riesgos de fraude o pérdida del importe de su inversión.

La normativa italiana incide fuertemente en el deber de información por parte de la plataforma, distinguiendo entre aquella de tipo general sobre el mundo de las

finanzas y la economía en general, y la específica sobre la oferta de valores concreta.

Destacamos también el derecho de desistimiento a favor del inversor no profesional, ejercitable dentro del plazo de siete días desde la fecha en que emitió la orden de adquisición de los valores ofrecidos, todo ello en línea con lo establecido en la normativa de consumo.

Se contienen, igualmente, en la legislación, obligaciones específicas del gestor de la plataforma, en relación con la ejecución material de las órdenes de compra de los valores ofrecidos, distinguiendo siempre entre aquellas cuyo importe se halla dentro de los umbrales permitidos o por encima en casos excepcionales, teniendo permanentemente en cuenta el factor de sofisticación en asuntos financieros del inversor.

III-3 - Quienes Pueden Ser Oferentes de Valores

Nota distintiva de la normativa italiana es que discrimina a favor de cierto tipo de promotores, con la nota distintiva clave de la innovación.

Así, en virtud del articulado del TUF, el Equity Crowdfunding puede ejercitarse para la compra de valores que no supere el umbral de 5.000.000 de euros, emitidos por

- a) Startups innovadoras
- b) PYMES innovadoras
- c) Entidades de inversión colectivas u otras sociedades de capital que inviertan en los dos tipos de sociedades de los epígrafes a) y b) anteriores.

III-4 Startups Innovadoras

Las startups son sociedades de capital o cooperativas, cuyo objeto social exclusivo o principal es la producción y comercialización de productos o servicios innovadores de alto valor tecnológico.

En otros artículos del Decreto Ley, se establecen minuciosamente otros requisitos necesarios para la inscripción de tales empresas en un registro especial.

Figura relacionada con la startup, es la “incubadora certificada” que habrá de revestir también la forma de sociedad de capital o cooperativa y se inscribirá en la misma sección especial del registro de empresas, sirviendo muchas veces de semillero preparatorio de futuras startups.

Ambas sociedades disfrutan por ley de determinadas excepciones o incentivos tanto de carácter societario como fiscal, especialmente aquellas constituidas como sociedades limitadas o SRL.

Así, en el ámbito societario, se permite expresamente a estas sociedades la posibilidad de recurrir a la financiación colectiva a través de oferta pública, contrariamente al régimen normal de la SRL.

Existen otras excepciones como las relativas a simplificación de la transmisión de participaciones, posibilidad de emisión de instrumentos financieros, régimen singular en caso de reducción de capital por pérdidas, exención de tasas para inscripción en el registro, peculiaridades en el ejercicio de derechos políticos y otras.

Las startups innovadoras gozarán igualmente de ciertos beneficios como la simplificación en los procedimientos de contratación de personal, incentivos fiscales a la inversión, acceso al fondo de garantía de las PYMES y un tratamiento específico referente al control y determinación del impacto de las startups innovadoras en la economía nacional.

Aparte de la concreción del objeto social, será necesario que las startups:

- a) No tengan acciones cotizadas en un mercado regulado
- b) No hayan transcurrido más de cinco años desde su constitución
- c) Gozen de residencia en un país de la UE o del Espacio Económico Europeo, con tal que tengan una sucursal o filial en Italia
- d) Tengan, a partir del segundo ejercicio social, una facturación anual que no alcance los cinco millones de euros
- e) No hayan distribuído nunca beneficios
- f) No tengan su origen en una fusión, escisión o venta de una unidad de negocio.

Como prueba de la decidida opción italiana por la innovación, además de las condiciones reseñadas, este tipo de empresas habrán de contar al menos con uno de los siguientes requisitos:

- a) La inversión en I/D, deberá al menos ser equivalente al 15% de la cifra mayor del coste o valor total de la producción
- b) Al menos un tercio de los empleados han de gozar de alta cualificación (doctores, doctorandos o postgraduados con al menos tres años de experiencia investigadora)
- c) La empresa tendrá que constar como titular o licenciataria con algún activo de propiedad industrial (patente, diseño, etc.) directamente relacionado con el objeto social.

Es oportuno destacar, sin embargo, que los beneficios incentivadores de las startups tienen un carácter temporal, normalmente de cinco años financieros, aunque algunos, tales como la de emisión de instrumentos, puedan puntualmente exceder tales límites cronológicos.

III-5 PYMES Innovadoras

El segundo tipo de empresa que pueden obtener financiación por el crowdfunding de inversión según el Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria (TUF), son las PYMES innovadoras, o sea sociedades de capital o cooperativas que tienen menos de 250 empleados, una facturación anual de no más de 50 millones de euros o una cifra de balance no superior a 43 millones de euros.

Son aplicables a estas empresas los mismos requisitos que antes hemos reseñado al hablar de las startups innovadoras, sobre inscripción en un registro especial, residencia en un Estado miembro de la UE o el EEE, con sucursal o filial en Italia, y sin que coticen sus acciones en un mercado regulado.

Respecto a la nota de innovación, nos encontramos con que se les exigen los tres requisitos a que nos habíamos referido antes sobre las startups, pero ya no alternativamente, sino cumulativamente los tres, aunque algo modificados.

Así, según el TUF, deberán concurrir:

- a) Un volumen de gasto en investigación o I/D igual al menos al 3% de la cifra superior entre el coste y el importe de la producción (incluyendo las inversiones para adquisición de tecnología punta innovadora, a través de royalties o de otra forma.
- b) Tener como mínimo, una quinta parte de la nómina altamente cualificada (doctores o doctorandos, e investigadores)
- c) Ser la empresa titular o licenciataria de al menos un activo de propiedad industrial, relacionado directamente con el objeto social y la actividad primordial de la empresa.

Una vez llevada a cabo la inscripción en el registro, serán de aplicación a las Pymes innovadoras, prácticamente las mismas exenciones relativas al Derecho Societario que las contempladas al referirnos a las startups, salvo entre otras, la de exoneración de tasas administrativas en el registro.

A diferencia de la caducidad de las exenciones y beneficios que reseñamos, al hablar de las startups, no existe en este caso dicho condicionamiento, manteniéndose los incentivos, en tanto cuanto se cumplan los requisitos establecidos.

III-6 Juicio Crítico

Según expertos en la materia,¹⁷ desde la promulgación del TUF en 2012, se ha producido en Italia un apreciable progreso en el desarrollo del crowdfunding de inversión, con ese decidido énfasis en promocionar las empresas innovadoras, clave de la competitividad de la economía italiana.

Ha habido un constante incremento en el número de las plataformas intermediarias o portales, inscritas en el registro especial, siendo destacable que muchas de ellas tienen un domicilio en la región de Lombardía, concretamente en Milán.

En el ámbito de los promotores startups se constata un aumento del interés por utilizar el crowdfunding de inversión, en la mayoría de los casos, bajo la forma de sociedades limitadas o SRL

Va aumentando también el número e importe de inversores, pero todavía las cifras recaudadas son relativamente modestas, debido en parte a que la normativa del crowdfunding de inversión reviste una cierta complejidad.

Así pues, el panorama del crowdfunding de inversión en Italia parece esperanzador, pues ha abierto una vía alternativa de financiación que con todas

(17) Bartolacelli, Alessio: “Equity Crowdfunding y Empresas Innovadoras en Italia”, en “Crowdfunding Aspectos Legales”, Enrique Moreno Serrano,, Luis Cazorla, (coord.). Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuter, Aranzadi, págs. 131-132

sus limitaciones, libera en parte al pequeño empresario de su dependencia tradicional de la banca.

IV. Crowdfunding en Francia

IV-1 Introducción y Marco Normativo

Francia ha regulado el crowdfunding de inversión a través de una norma fundamental, “Ordonnance”, de 30 de Mayo del 2014, amparándose, entre otros, en la Directiva 2004/39 de 30 de Mayo del 2004.

Del mismo modo, ha aplicado o adaptado a este tipo de inversiones en masa, determinados artículos del Código Monetario y Financiero: Artículos 533-22-2 y varios desarrollos reglamentarios como el Decreto nº 2016, 1453 de 28 de Octubre, sobre recomendaciones personalizadas de inversión.

IV-2 Las Plataformas de Servicios de Inversión (PSI) y los Consejeros de Inversión Participativa (CIP)

Como hemos visto al comentar la labor de las plataformas de inversión en nuestra Ley 5/2015, en Francia el peso de la intermediación para la inversión entre promotores e inversores reside también, en primer lugar, en las llamadas “plataformas de suscripción” o “prestatarías de servicios de inversión” (PSI).

Estas plataformas están sometidas a un régimen muy estricto de autorización por la Autoridad de Control Prudencial y Resolución (ACPR), con la aprobación también de su programa por la Autoridad de Mercados Financieros (AMF) y reglas de control prudencial de organización y de buena conducta.

La protección de los inversores es también primordial, estando obligadas a realizar lo que se llama un “test de adecuación” para verificar los conocimientos financieros del potencial inversor, de modo que se adapten los productos de inversión a tales conocimientos o experiencias.

Es interesante destacar que, a diferencia de la normativa española, las plataformas financieras o PSI, están autorizadas para llevar a cabo el aseguramiento o garantía de colocación de los valores emitidos por la startup. o PYMES en general.

Las obligaciones de información a sus clientes, en especial a los pequeños inversores, son igualmente muy exigentes. La prevención del blanqueo de capitales y la evitación de financiación del terrorismo están también muy presentes en la regulación de las PSI.

Merece la pena resaltar, también, que la legislación francesa prevé la existencia de una figura de intermediario, cuya constitución es menos rígida, no exigiéndose los duros requisitos de las plataformas, entre ellos un menor volumen de capital, que se compensa con el requerimiento de un seguro de responsabilidad civil y la pertenencia a una asociación profesional. (Dto. 2016/799 de 16 de Junio del 2016)

Esta figura a que nos referimos es el “Consejero de Inversiones Participativas” o “CIP” que, a diferencia de las PSI, no goza, por su atipicidad, del pasaporte comunitario dentro de la UE.

A pesar de ampararse en un régimen normativo más liviano, los CIP, quedan, no obstante, sometidos a la inscripción en un Registro y fuertes sanciones en caso de conducta irregular.

Tanto en el caso de las PSI, como en los CIP, en Francia se prevén sanciones de tipo penal severas.

Diferencia importante entre las PSI y los CIP, es que en estas últimas no pueden realizar aseguramientos o colocaciones garantizadas de emisiones de valores.

IV-3 Una Mirada a la Operatoria

Se registra en Francia una preocupación acuciante, por dotar a la masa de inversores en crowdfunding del conveniente poder e influencia en el seno de las sociedades emisoras, a través de la creación de holdings, o vehículos especiales de inversión, o utilizando vehículos fiduciarios, análogos al “trust” anglosajón.

Una aspiración relevante en la operatoria, es la de la formación y explotación de un sistema multilateral de negociación, a guisa de mercado secundario, a fin de proporcionar liquidez a los inversores, alentando la coordinación entre las plataformas para conseguir este objetivo.

Una diferencia también significativa con nuestras plataformas, es que, siguiendo pautas fijadas por la Autoridad de Mercados Financieros, (AMF), el regulador francés ha asignado a los CIP una facultad de recomendación personalizada de ofertas de valores concretos y ajustados al perfil y conocimientos del potencial inversor.

En lo que respecta a la naturaleza de los valores que pueden ser emitidos por las sociedades seleccionadas por los CIP, estos incluyen, además de las acciones ordinarias y obligaciones simples, las acciones preferentes, siempre que cuenten con derecho de voto, obligaciones convertibles y los llamados “títulos participativos” en los que el contrato de emisión prevé que serán reembolsables al término de un plazo determinado, que nunca podrá exceder de 10 años. (Artículo D, 547-1C del Dto. 2016/1453 de 28 de Octubre de 2016).

También se incluye una categoría especial: los minibonos, que consisten en bonos de caja, que no pueden ser emitidos más que a través de un PSI o CIP y son no negociables.

Como decíamos anteriormente, es fundamental para los CIP el adherirse a una asociación autorizada por la AMF o regulador de mercados financieros, puesto que la autorización para su ejercicio es otorgada a la asociación como tal, a

diferencia de la autorización individual, caso por caso, otorgada a las PSI, lo cual flexibiliza y facilita la creación de los CPI.

La asociación deberá someter a la aprobación del regulador, las credenciales de integridad y competencia y códigos de buena conducta, a los que se someten sus miembros para el desempeño de las actividades como CPI.

Dentro de la labor de los CIP, de asesoramiento o consejo, es digno de notarse que estos podrán, igualmente, proporcionar un servicio personalizado a las empresas emisoras en temas como los de estructura de capital, estrategia industrial y problemas relacionados como los de fusiones o compraventa de empresas.

En lo que respecta a la inscripción y transmisión de valores, la Ley de 28 de Abril del 2016, prevé, a título experimental y novedoso, la transcripción de la suscripción, la cesión y el reembolso de minibonos a su vencimiento a través del *blockchain* denominado como: “dispositivo de registro electrónico compartido, que permite la autenticación de las operaciones” (Arts. L.223-4C, D.223-4C y Art. L.223-12-1C).

En el plano operativo general, hay que manifestar que el crowdfunding de inversión ha adquirido un notable auge en Francia, siendo destacable su aplicación a la financiación de pequeñas y medianas empresas o startups, especialmente en ámbitos como el de las energías renovables e incluso el del mercado inmobiliario que, a semejanza del Reino Unido, experimenta un desarrollo muy notable.

IV-4 Conclusiones

Como conclusión de todo lo expuesto y a guisa de resumen, deberíamos resaltar, siguiendo a uno de los expertos franceses más reconocidos, como Dominique

Stucki,¹⁸ lo siguiente: En primer lugar, habríamos de tomar nota de la rapidez con que las autoridades francesas han respondido al desafío del crowdfunding, emitiendo numerosos textos legales desde el 2014, revisándolos constantemente cuando fuera menester y adaptando la normativa general a los nuevos condicionamientos de internet y de protección de los inversores más vulnerables.

Dentro de esta atención de los reguladores, es de poner en valor la creación de grupos de trabajo dentro de la AMF y la ACPR para promover la innovación y la satisfacción en general de las expectativas de los intermediarios y sus clientes.

La normativa publicada ha puesto el foco, como en la mayoría de las legislaciones, en el status y servicios de los intermediarios, en especial las PSI, con medidas severas de autorización y control exhaustivo, pero al mismo tiempo se han diseñado figuras como los CIP, que sin merma del necesario control, reúnen una mayor flexibilidad y autonomía operativa.

En este sentido, el mismo autor,¹⁹ nos previene de una regulación demasiado rígida. Para este autor, la normativa debe responder primordialmente a las expectativas de los ahorradores y las PYMES, pero el exceso de celo podría dañar la competitividad de la economía francesa.

En esta línea de equilibrio regulatorio, el autor elogia, y nosotros no podemos menos que estar de acuerdo, “la elección de los supervisores financieros de recurrir a la vía de las “Recomendaciones” que combina la agilidad con la

(18) Stucki, Dominique: “Financer une entreprise par le Crowdfunding, Les nouvelles règles de l’investissement participatif”, Paris, Eyrolles RB Edition, 2017, pags. 187,188

(19) Ibidem, Stucki, Dominique: “Financer une entreprise par le Crowdfunding, Les nouvelles règles de l’investissement participatif”, pags. 187,188

responsabilidad de los organismos implicados, lo que representa una actitud radicalmente moderna”. Y digna de ser imitada, añadiríamos nosotros.

Una última anotación, también proporcionada por el citado autor ²⁰, se refiere a su opinión favorable a la utilización por las empresas en este tipo de crowdfunding, de la Sociedad por Acciones Simplificada, (SAS), implantada con gran éxito en Francia, por su gran libertad contractual que permite su perfecta adaptación, en especial en el ámbito de la gobernanza, a las condiciones de las finanzas participativas.

V. Derecho Comunitario

V-1 Introducción

La Unión Europea y su brazo ejecutivo, la Comisión, han sido muy conscientes desde los primeros años 90, de las grandes dificultades experimentadas por las PYMES para encontrar una financiación asequible que fuese a la vez suficiente para sus necesidades y no demasiado costosa ni compleja, dada su reducida estructura y precarios recursos.

Así, la Comisión destaca en diversas circunstancias la influencia de las PYMES en el crecimiento económico europeo, en línea con la llamada “Estrategia de Lisboa” en que, ante los considerables problemas encontrados por estas empresas para su financiación, se exhortaba a llevar a cabo un esfuerzo colectivo, en busca de posibles alternativas que contribuyeran a paliar o solucionar tales dificultades, sugiriendo la viabilidad de intervención de entidades de capital-riesgo, microcréditos y otras.

(20) Stucki, Dominique: “La SAS, clauses statutaires relatives au pouvoir”, Paris, Juris-class, Sociétés Formulaire, 31 de Mayo, 2000

Si bien la Comisión no ha considerado oportuno emitir su propia normativa respecto al crowdfunding a nivel comunitario, hemos de destacar su preocupación plasmada en textos, como la Comunicación de 2014, que si bien no supone un intento de establecer un régimen jurídico específico del crowdfunding de inversión a través de directivas o reglamentos, indica su intención de señalar los textos reguladores, ya existentes, que podrían disciplinar parcialmente este instrumento de financiación en masa.²¹

En este sentido, menciona una serie de directivas que podrían ser aplicables y que detallamos a continuación:

2002/65 – sobre comercialización a distancia de servicios financieros

2003/71 – sobre folletos informativos en ofertas de valores

2007/64 – sobre servicios de pago

2011/61 – sobre gestores de inversiones alternativas

2013/3 – sobre acceso a la actividad de entidades financieras

2013/39 – sobre mercados e instrumentos financieros

Las directivas arriba citadas, tienen como objetivo o destinatario las plataformas de intermediación entre promotores e inversores, que como veremos en subsiguientes capítulos, suponen la columna vertebral de la financiación en masa a través de internet.

(21) Comunicación de la Comisión Europea al Parlamento “Unleashing the Potential of Crowdfunding in the European Union”, 27/03/2014, http://ec.europa.eu/internal-market/finances/docs/crowdfunding_140327communication-eu.pdf

Como nos comenta Alvarez Royo-Villanova,²² además de la problemática objeto de las citadas directivas, la Comisión parece especialmente preocupada por la protección del consumidor en temas como el blanqueo de capitales y protección de datos.

Igualmente, parece oportuno señalar como lo detectan otros autores, signos evidentes de cambio de actitud en la Comisión Europea. Así, como bien señala la experta Carmen Esteban de Quesada,²³ la Comisión Europea que en un principio, no estimaba necesario el regular las actividades de crowdfunding a escala europea, ha cambiado de opinión en los últimos dos años, por las barreras que podrían suponer para su desarrollo, la abundancia y diversidad de las distintas normativas nacionales de los 28 Estados.

V-2 Propuesta de Reglamento relativa a los Proveedores Europeos de Servicios de Financiación Participativa para Empresas.

A tal fin y como respuesta operativa, la Comisión presentó el 8 de Marzo del 2018, una propuesta de “Reglamento, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas”.²⁴ Estos proveedores son equivalentes a nuestras Plataformas de Financiación Participativa (PFP).

22) Alvarez Royo-Villanova, S., “El Equity Crowdfunding o Financiación en Masa de Inversión; Importancia, Problemas y Opciones en su Regulación”, Cuadernos de Derecho y Comercio, nº 61, Junio 2014, págs. 31-32

(23) Esteban de Quesada, Carmen: “El Crowdfunding de Inversión (Crowdinvesting)”, Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2018, p. 107

(24) COM/2018/0113 final – 2018/048 (COD)

Al explicar las razones y objetivos de esta propuesta, se afirma que “la iniciativa se inscribe en la prioridad de la Comisión de crear una Unión de los Mercados de Capitales (UMC), que aspira a ampliar el acceso a la financiación para las empresas innovadoras, las empresas emergentes y otras empresas no cotizadas.

Es significativo del nuevo interés de la UE por el crowdfunding de inversión, el que, ante la alternativa de directiva o reglamento, se haya elegido este último instrumento “ya que una etiqueta de la UE debe ser directamente aplicable en cada Estado miembro para ser efectiva”. (Exposición de motivos).

El citado Reglamento, constata en su Considerando 2, la dificultad de las PYMES para su financiación, es especial cuando pasan de la fase emergente a la de expansión. En el 6 reconoce los obstáculos provocados por la diversidad de normas nacionales en la prestación fronteriza de servicios de financiación participativa, que a menudo someten a los inversores a incertidumbre sobre la aplicación de unas u otras normas, con los costes resultantes. Añade en su Considerando 8 que el presente Reglamento tiene por objeto fomentar la financiación transfronteriza de las empresas a través de la eliminación de cualquier obstáculo al funcionamiento del mercado interior en los servicios de financiación participativa.

El Reglamento incide, también, en aspectos tan relevantes como la transferibilidad de los valores, dado que les brinda la posibilidad legal de disponer de ellos en mercados de capitales (11). Los límites cuantitativos de cada oferta de financiación participativa para reducir riesgos son, asimismo, objeto del Considerando 12.

Tiene singular importancia lo que podríamos llamar el “pasaporte comunitario”, pues el Considerando 14 establece que “debe concederse a los proveedores de servicios de financiación participativa, las plataformas, la opción de solicitar una autorización única para toda la Unión y de ejercer su actividad de conformidad con requisitos uniformes”.

El Reglamento insiste en facetas como las requeridas en la LFFE española, de neutralidad y no discriminación entre clientes, eliminando, en lo posible, también, los conflictos de intereses, al evitar que las PFP tengan participación alguna en sus ofertas de financiación participativa (19), obtener la confianza del público (22 y 23), eliminación de riesgos de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo (24) la necesidad de suministrar información apropiada a los clientes, (29 y 31) y trato no discriminatorio (37).

El Reglamento termina su Preámbulo y Considerandos, mencionando, como apoyatura legal del Reglamento propuesto, el principio de subsidiariedad del art. 5 del Tratado de la Unión y el de proporcionalidad del mismo artículo.

SEGUNDA PARTE

LOS SUJETOS DEL CROWDFUNDING Y SU ACTIVIDAD SEGÚN LA LEY 5/2015 DEL 27 DE ABRIL

CAPITULO TERCERO

I. LA ORDENACION JURIDICA DEL CROWDFUNDING DE INVERSION EN EL DERECHO ESPAÑOL – LEY 5/2015 DE 27 DE ABRIL DE FOMENTO DE LA FINANCIACION EMPRESARIAL, (LFFE)

LAS PLATAFORMAS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA

I.1 -Introducción y Preámbulo de la Ley

Tras un dilatado proceso legislativo que duró varios años, se promulgó la Ley 5/2015 de 27 de Abril, de Fomento de la Financiación Empresarial (LFFE) en cuyo Título V, se regula la financiación en masa de proyectos empresariales, normalmente de pequeñas y medianas empresas, a través de la emisión de valores, acciones o participaciones, con el objetivo primordial de obtener por parte de los inversores, un rendimiento dinerario y destacando sus características de concurrencia masiva de suministradores de fondos y el uso de medios tecnológicos, como internet, todo ello mediante la intervención de intermediarios cualificados, denominados plataformas de financiación participativa, en su acrónimo PFP.

El preámbulo de la LFFE nos describe con nitidez el propósito del Título V, que deja ya bien establecido que lo que se va a regular en el texto de la ley es “establecer un régimen jurídico para las plataformas de financiación participativa (en lo sucesivo PFP), dando cobertura a las actividades comúnmente denominadas como crowdfunding”.

Acto seguido a esta enunciación de objetivos, el legislador se apresura a concretar el alcance de la ley, después de haber mencionado de manera general el crowdfunding, señalando: “El crowdfunding es un fenómeno con diversas

manifestaciones, si bien sólo se pretende regular aquí las figuras en las que prime el componente financiero de la actividad, o dicho de otro modo, en las que el inversor espera recibir una remuneración dineraria por su participación, dejando, por tanto, fuera del ámbito de esta norma al crowdfunding instrumentado mediante recompensas o donaciones”.

Tras referirse a la actividad de las PFP, que más adelante glosaremos en detalle, el preámbulo contempla la emisión de valores (acciones o participaciones) integrantes del capital social de las empresas, así como los préstamos que como ya hemos indicado reiteradamente, no se hallan incluidos en el objeto de nuestro estudio.

Prosigue el preámbulo destacando las dos características primordiales de la inversión: “en dicha actividad sobresalen dos características como son: la participación masiva de inversores que financian con cantidades reducidas pequeños proyectos de alto potencial y el carácter arriesgado de dicha inversión.”

Al referirse al contenido del Título V, el preámbulo nos anuncia su triple finalidad: “Primero, se establece el régimen jurídico de las entidades denominadas plataformas de financiación participativa, Segundo, se regula y reserva su actividad a las entidades autorizadas, en aras de fortalecer el desarrollo de este sector y al tiempo salvaguardar la necesaria estabilidad financiera y Tercero, se clasifican las normas aplicables a los agentes que utilicen este nuevo canal de financiación.

El objetivo consiste, por un lado, en fijar la normativa que debiera resultar aplicable y por otro, en ajustar la misma en aras del difícil equilibrio entre una regulación que potencie esta actividad y a la vez garantice un adecuado nivel de protección del inversor.”

Además del requisito de reserva de actividad a las PFP se indica la necesidad de autorización y de registro ante la CNMV y las limitaciones también, a su

desarrollo operativo, detalles todos que serán cumplidamente estudiados más adelante. El objetivo de tales cautelas es asegurar la neutralidad de las PFP en su trato con promotores e inversores.

La fuerte inclinación protectora que se detecta en la LFFE, queda bien explicitada a través de distintas provisiones normativas que se anuncian, tendentes a evitar o paliar los riesgos en que los potenciales inversores, sobre todo aquellos sin educación financiera, puedan incurrir.

Así, el legislador insiste en el preámbulo en que “debe quedar claro que la inversión en estos proyectos es intrínsecamente arriesgada, tanto porque el promotor puede ser incapaz de devolver o remunerar los fondos, como por el hecho de que la plataforma, en su papel intermediador y, sin perjuicio de la diligencia que se le debe exigir, no garantiza en ningún momento la solvencia o viabilidad del promotor.”

En la misma idea de protección de los inversores ante los riesgos del crowdfunding, el preámbulo anticipa medidas que más adelante se desarrollarán en el texto de la LFFE, en el sentido de establecer, por una parte, “límites al volumen que cada proyecto puede captar a través de una PFP” y por otra, también, fijando “límites a la inversión máxima que un inversor no acreditado puede realizar”

Se puede observar claramente que la preocupación del legislador se refiere, primordialmente, a velar para que los inversores de escasa o nula cultura financiera no sean inducidos por prácticas torticeras a poner en serio peligro su estabilidad financiera, con consecuencias potencialmente catastróficas.

Corolario de esta protección cuantitativa es la medida clave de asegurarse de que el inversor haya dado un consentimiento bien fundado en el momento de asumir los compromisos de aportación al capital de la sociedad promotora, ya que se exige no solo que figure debidamente su firma, sino, también, la constatación de

que ha sido oportunamente advertido de los riesgos que encierra la inversión y los acepta.

Es muy oportuna esta cautela pues es evidente que existía en el momento de la promulgación de ley, un clamor extendido en los mercados financieros españoles contra determinadas prácticas de la banca, como la de comercialización de participaciones preferentes, básicamente de entidades de ahorro, a una clientela no sofisticada e ignorante, por tanto, de los riesgos, primero de falta de liquidez y quizás incluso insolvencia que tales instrumentos pudieran encerrar.

La LFFE, en su preámbulo, lo ratifica de manera concluyente: “de esta forma se asegura la concurrencia de una voluntad consciente y bien informada sobre la decisión de invertir fondos en unos activos arriesgados, pero a la vez de alto potencial de rendimiento.”

No se olvida, tampoco, nuestro legislador de mencionar la oportunidad que brindan las nuevas tecnologías para facilitar las inversiones internacionales, permitiendo, entre otros, a inversores y promotores residentes en España, acceder a PFP que tengan su base fuera de España, dando pautas sobre la posible comercialización de valores extranjeros.

I-2 Una visión preliminar del Título V de la Ley

I-2.a) General

La publicación de la Ley 5/2015 de 27 de Abril, de Fomento de la Financiación Empresarial, en su acrónimo LFFE, supone un hito en la integración en el ordenamiento jurídico español de instrumentos o herramientas que pretenden el fortalecimiento de la financiación de las empresas, especialmente las PYMES, con el consiguiente beneficio para la competitividad y la economía española en general.

Ya la palabra “fomento”, que figura en el encabezamiento de la norma, nos anuncia su función teleológica según la definición de la RAE: “Acción de la

Administración consistente en promover, normalmente mediante incentivos económicos o fiscales, que los particulares realicen por si mismos actividades consideradas de utilidad pública “.

1-2.b) Los Sujetos del Crowdfunding

El Título V comprende, en sus tres primeros capítulos, (artículos 46 al 65), el régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa como eje y fundamento del crowdfunding de inversión, y que examinaremos exhaustivamente a continuación.

Por su parte, en su capítulo IV se refiere a los promotores y sus proyectos (arts. 66 al 80).

En el V, se ocupa de la Protección del Inversor, (arts. 81 al 88), y en el VI, trata de la supervisión, inspección y sanción, (arts. 89 al 93), por parte de la CNMV.

II. LAS PLATAFORMAS DE FINANCIACION PARTICIPATIVA (PFP)

II-1 Introducción

Como ya hemos mencionado repetidamente, en el Título V de la LFFE está contenido todo el régimen regulatorio del crowdfunding de inversión en España.

Este título está, a su vez, dividido en seis capítulos de los que los Capítulos I-II y III establecen el régimen inicial de las plataformas de financiación participativa, (en lo sucesivo PFP), estableciendo el concepto, ámbito y definición de las mismas, (cap. I), la autorización y registro (cap. II) y normas de conducta, (cap. III),

II-2 Definición y Concepto

Así, el artículo 46 nos ofrece en apartado 1, la definición de PFP, con el siguiente texto:

“Son plataformas de financiación participativa, las empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto de manera profesional y a través de páginas web, u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio, para destinarlo a un proyecto de financiación, denominados promotores”

El legislador ha querido delimitar claramente qué tipo de crowdfunding quiere regular para evitar equívocos y por tanto, ha añadido al amplio apartado precedente, otro, el nº 2, que manifiesta que “no tendrán la consideración de plataformas de financiación participativa las empresas que desarrollen la actividad prevista en el apartado anterior, cuando la financiación captada por los promotores sea exclusivamente a través de:

- a) Donaciones
- b) Venta de bienes y servicios
- c) Préstamos sin intereses.

Se excluyen, pues, taxativamente, las figuras ya ampliamente mencionadas y con notoria solera en el crowdfunding, de donación y recompensa, que quedarán sometidas en su caracterización, derechos y deberes, al régimen pactado y en su defecto, básicamente a la legislación civil, mercantil o administrativa aplicables.

Prosigue el artículo 46 con un postrero apartado, el 3, que se apresura a concretar cual es la normativa aplicable a estas PFP y así nos indica: “El régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa será el previsto en esta Ley y su normativa de desarrollo, sin perjuicio de la restante normativa aplicable a estas empresas y su actividad.”

Al analizar la naturaleza jurídica de las plataformas por su esencia y funciones, tendremos que acudir a las categorías propias del derecho civil, o más

propriadamente del mercantil, pues como luego veremos, es obligatorio desde el ámbito subjetivo, que las PFP deban revestir la forma de sociedad de capital, (art. 55, c) de la LFFE).

En efecto, puesto que la función asignada es la de poner en contacto a distintas personas o sea intermediar para la conclusión de un negocio de inversión entre inversores y promotores o empresarios, se encuadrará, por tanto, su actividad dentro de la figura del mandato, o más propiadamente, de comisión mercantil.

Al ceñirnos a la caracterización de las PFP, y sus funciones, dentro del amplio espectro de la comisión mercantil, el Prof. García Pita ¹ se inclina por incluir este supuesto específicamente dentro del contrato de “corretaje o mediación financiera, pues se trata de poner en contacto a potenciales inversores con potenciales emisores de valores, para la conclusión de contratos de suscripción de emisiones de valores, o compraventa de valores negociables”.

II-3 Ambito de Aplicación Territorial

Una vez delimitado el concepto de PFP, en el artículo 46 de la LFFE, el siguiente artículo 47 precisa en su apartado 1, qué plataformas están sometidas a dicha ley. Así, nos dice concretamente que: “estarán sujetas a lo previsto en este título, las plataformas de financiación participativa que ejerzan la actividad prevista en el artículo anterior en territorio nacional, así como la participación en ellas de los inversores y promotores”.

El apartado 2 de dicho art. aclara qué servicio tiene lugar en territorio español, excluyendo aquellos que, aun siendo utilizados como promotor o inversor por

(1) García Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financial Crowdfunding”, Valencia, Tirant lo Blanc, 2016, pág. 10

iniciativa propia, por residentes en España, son, sin embargo prestados por plataformas con domicilio social en el extranjero.

Quedan incluidos, en el ámbito territorial de la ley, por el contrario, aquellos servicios proporcionados por PFP, con domicilio social en el extranjero, cuando tal plataforma “anuncie, promocióne o capte clientes o posibles clientes en España, o cuando la misma dirija sus servicios específicamente a inversores y promotores residentes en territorio español “ (Arts. 47.3.a) y b).

II-4 Reserva de Actividad y Denominación

Como ya hemos indicado en varias ocasiones anteriores, el legislador español se ha mostrado muy cuidadoso a la hora de delimitar lo más nítidamente posible el sujeto fundamental de la intermediación financiera en esta actividad, o sea las plataformas de financiación participativa o PFP.

El objetivo era evitar confusiones o ambigüedades, excluyendo además aquellos otros entes, que bien por su acaparación de funciones, o su riesgo reputacional, podrían dañar la necesaria confianza de los inversores.

El resultado de esta cautela es la reserva de la actividad prevista en el artículo 46, a las PFP, en virtud del artículo 48: “Queda reservada a las plataformas de financiación participativa, que hayan obtenido la preceptiva autorización y se hallen inscritas en el correspondiente registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la actividad prevista en el artículo 46-1, de esta Ley”.

Para que no quepa duda alguna de la asignación exclusiva de la actividad a las PFP, éstas deberán, además, proclamar su condición de tales, incluyéndolo en su denominación social. El apartado 3 del citado artículo 48, esgrime, por su parte, una prohibición taxativa a contrario: “Se prohíbe a toda persona física o jurídica, no autorizada ni registrada como plataforma de financiación participativa, el ejercicio de las actividades legalmente reservadas a las mismas y la utilización de

sus denominaciones propias, o cualesquiera otras que puedan inducir a confusión con ellas”.

II-5 Autorización y Registro

Continuando con las normas de policía administrativa que pretenden reforzar el status de las PFP, en aras siempre de proteger a los inversores, la LFFE instrumenta un amplio marco cautelar que, como no podía ser menos, comienza por exigir la autorización administrativa por parte del organismo regulador de los mercados de valores, la CNMV.

Así, el art. 53 establece que “La Comisión Nacional del Mercado de Valores, autorizará e inscribirá en su registro correspondiente a las plataformas de financiación participativa, previo informe preceptivo y vinculante del Banco de España en el caso de las plataformas que publiquen proyectos, a los que se refiere el artículo 50, 1-C de esta Ley” (solicitud de préstamos incluso participativos).

Prevé también el art. 53, los plazos de resolución de la solicitud, una vez presentados todos los documentos exigidos, poniendo un tope máximo de 6 meses para la decisión del órgano competente, entendiéndose desestimada la solicitud, por silencio administrativo, si transcurrido dicho plazo no se hubiese emitido una resolución expresa.

Del mismo modo, se enuncia en dicho artículo la caducidad de la autorización concedida por inacción de la PFP: “Se producirá la caducidad de la autorización cuando, dentro de los doce meses siguientes a su fecha de notificación, no se diere comienzo a las actividades específicas del objeto social de la plataforma, por causas imputables a la misma”.

II-6 Requisitos Previos para Solicitar Autorización

II-6.a) Requisitos Organizativos

Conforme al art. 55 de la LFFE, habrán de reunirse por la empresa solicitante los siguientes requisitos:

- a) “Tener por objeto social exclusivo, la realización de las actividades que sean propias a las plataformas de financiación participativa, conforme a lo dispuesto en este Título y, en su caso, las actividades propias de una entidad de pago híbrida, según la Ley 16/2009 de 13 de Noviembre y su normativa de desarrollo.
- b) Tener su domicilio social así como su efectiva administración y dirección en territorio nacional o en otro estado miembro de la Unión Europea.
- c) Revestir la forma de sociedad de capital constituida por tiempo indefinido.
- d) Disponer del capital social al que se refiere el art. 56 íntegramente desembolsado en efectivo y cumplir con los requisitos financieros a los que se refiere dicho artículo.
- e) Que los administradores de la plataforma de financiación participativa sean personas de reconocida honorabilidad empresarial o profesional y posean conocimientos y experiencia adecuados en las materias necesarias para el ejercicio de sus funciones.

Concurre honorabilidad en quienes hayan venido mostrando una conducta personal, comercial y profesional que no arroje dudas sobre su capacidad para desempeñar una gestión sana y prudente de la plataforma. Para valorar la concurrencia de honorabilidad deberá considerarse toda la información disponible.

Tales requisitos de honorabilidad, conocimientos y experiencia, serán exigibles, también, a los directores generales o asimilados de la plataforma.

- f) Disponer de una buena organización administrativa y contable o de procedimientos de control interno adecuados.
- g) Disponer de los medios adecuados para garantizar la seguridad, confidencialidad, fiabilidad y capacidad del servicio prestado por medios electrónicos.
- h) Disponer de un reglamento interno de conducta que contemple en particular los posibles conflictos de interés y los términos de la participación de los administradores, directivos, empleados y apoderados en las solicitudes de financiación que se instrumenten a través de la plataforma.
- i) Prever mecanismos para que, en caso de cese de su actividad, se sigan prestando todos o parte de los servicios a los que se comprometió para los proyectos de financiación participativa que hubieran obtenido financiación.

Es oportuno aquí comentar el contenido del art. 52 de la Ley, pues en él se enumeran las prohibiciones limitativas de las PFP, entre las que destacan las reservadas a las empresas de servicios de inversión o a las entidades de crédito. Tales prohibiciones comprenden a modo de ejemplo, entre otros, las de recibir fondos por cuenta de los inversores o de promotores, salvo que cuenten con la preceptiva autorización de entidad de pago híbrida, según hemos indicado anteriormente, realizar recomendaciones personalizadas a los inversores sobre los proyectos de financiación, conceder créditos o préstamos a inversores o promotores, asegurar a los promotores la captación de fondos y otras.

II-6-b) Requisitos Financieros

A lo largo de este trabajo, se ha repetido constantemente que una preocupación fundamental del legislador en el crowdfunding de inversión, es la protección de los inversores, en especial aquellos no sofisticados o ayunos de cultura financiera,

ante los riesgos y contingencias de aportar sus ahorros a proyectos en muchos casos innovadores y por tanto incursos en notables riesgos.

No se trata sólo de que pueda registrarse fraude o abuso por los demandantes de fondos sino que habrá de existir una transparencia por parte de éstos, mostrando escrupulosamente sus puntos fuertes y sus zonas grises u opacas. Para ello será la plataforma la que deberá extremar su diligencia, analizando muy cuidadosamente al sujeto promotor, sin confiar simplemente en su buen hacer y honestidad aparentes.

Como bien apunta la profesora María Enciso,² “Dado que las plataformas pueden generar importantes riesgos de responsabilidad, se imponen exigencias de capitales mínimos y de seguros de daños y responsabilidad civil, en cuanto promueven la colocación de capitales en proyectos de inversión financiera esencialmente arriesgados, proyectos que las PFP deben analizar y seleccionar para darlos a conocer al público de los inversores, so pena de hacerse responsables civil y administrativamente de una actuación infractora, negligente y dañosa, con posibilidad de perjudicar a consumidores y pequeños inversores”.

Como antídoto contra estas posibles conductas, prosigue la profesora Enciso, (50)³ “la Ley contiene múltiples normas sobre protección de estos colectivos, así como reglas de conducta tendentes a garantizar la detección y debida solución de posibles conflictos de interés”.

(2) Enciso Alonso-Muñumer, María: “Las Plataformas de Financiación Participativa: Su Constitución”, Capítulo Sexto, en “Crowdfunding, Aspectos Legales”, Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González Serrano (Coordinad.), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuter Aranzadi, 2016, pág. 181

(3) Ibidem, Enciso Alonso-Muñumer, María: “Las Plataformas de Financiación Participativa: Su Constitución”, Capítulo Sexto, p. 182

Para responder a todas estas preocupaciones, la LFFE, en su artículo 56, nos enuncia los requisitos financieros a cumplir por las PFP.

Un primer escudo protector es, como no podía ser menos, la exigencia de capital. Así, el apartado 1-a) de tal artículo, declara que “las plataformas de financiación participativa deberán disponer en todo momento de un capital social, íntegramente desembolsado en efectivo de, al menos, 60.000 Euros.”

El legislador ha propuesto, inmediatamente, una alternativa a este capital mínimo, a través de la exigencia de una póliza de seguros con una cobertura suficiente:

1-b) “Un seguro de responsabilidad civil profesional, un aval u otra garantía equivalente que permita hacer frente a la responsabilidad por negligencia en el ejercicio de su actividad profesional, con una cobertura mínima de 300.000 euros por reclamación de daños y un total de 400.000 euros anuales para todas las reclamaciones o

1-c) una combinación de capital inicial y seguro de responsabilidad civil profesional, aval u otra garantía equivalente, que dé lugar a un nivel de cobertura equivalente al de las letras a) y b) anteriores.”

Los requisitos financieros que anteceden, deberán cumplirse “ab initio”, para la válida constitución de la plataforma, mediante la correspondiente autorización por parte del organismo regulador, la CNMV.

Como, por otra parte, la LFFE en su artículo 55 c) exige a la PFP revestir “la forma de sociedad de capital“, tendremos que acudir a la Ley de Sociedades de Capital ⁴ para observar los requisitos que la misma establece, según que la plataforma haya escogido una de las tres formas de sociedad de capital, o sea: sociedad limitada, anónima o comanditaria por acciones. Este es un

(4) Ley de Sociedades de Capital, Texto refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de Julio, Capítulo 1º, Artículo 1º.

condicionamiento claro, al haber exigido la LFFE que las plataformas intermediarias en el crowdfunding de inversión, adopten tal carácter de sociedades de capital.

Siguiendo con los requisitos financieros del art. 56, detectamos que el legislador, en su afán de velar por la integridad patrimonial de los potenciales inversores, sobre todo los carentes de educación financiera, ha establecido cautelas adicionales en forma de incrementos de capital o, mejor, recursos propios, cuando la plataforma esté ya desarrollando sus funciones y conforme a su volumen de negocio.

En este sentido, el apartado 2 del mismo art. 56, establece: “Cuando la suma de la financiación obtenida en los últimos 12 meses por los proyectos publicados en la plataforma sea superior a dos millones de euros, las plataformas de financiación participativa deberán disponer de recursos propios como mínimo iguales a 120.000 euros”.

No contento con tales refuerzos de capital, de nuevo el artículo 56 en su apartado 3), establece otra serie de requisitos: “Adicionalmente, sus recursos propios totales, se verán incrementados en función de la suma de los siguientes conceptos, referidos al importe total de la financiación obtenida en los últimos doce meses por los proyectos publicados en la plataforma:

- a) Hasta los primeros 5.000.000 de euros, no será necesario el incremento.
- b) Por el importe que exceda de 5.000.000 de euros y hasta los siguientes 50.000.000 de euros, un 0,2 por ciento de dicho importe.
- c) Por el importe que exceda de 50.000.000 de euros, un 0,1 por ciento de dicho importe”.

Establecida por el legislador la anterior escala de recursos propios suplementarios en función cautelar se consigna, acto seguido, un tope considerado suficiente, en

el apartado d): “No obstante lo anterior, la cuantía adicional exigible no sobrepasará los dos millones de euros”.

Se observará que la norma ya no habla escuetamente de capital, sino que utiliza consistentemente el término más amplio de recursos propios, y para que no se deje nada a la especulación, nos ilustra, acto seguido, sobre el concepto de tales.

Así, el apartado 4 del mismo artículo nos indica: “A efectos del cumplimiento de las exigencias de recursos propios, tal y como se establece en este artículo, se entenderán como tales la suma del capital íntegramente desembolsado, prima de emisión y reservas”.

II-7 El Seguro de Responsabilidad Civil

Como hemos visto, al glosar anteriormente este artículo sobre requisitos financieros para la formación de las PFP, el legislador ha previsto un recurso alternativo a la hora de establecer el colchón protector de los inversores en el funcionamiento de las plataformas de financiación participativa.

Este escudo se refiere a la posibilidad de conseguir tal protección mediante la formalización de una póliza de responsabilidad civil, que cubra las obligaciones que, a lo largo del proceso de intermediación en el crowdfunding de inversión, contraiga estatutaria, contractual e incluso extracontractualmente la plataforma.

Sin que pretendamos realizar un análisis exhaustivo de la normativa referente al seguro de responsabilidad civil, nos parece conveniente exponer los elementos de tal seguro que se ajusten a los supuestos de riesgo y su correspondiente cobertura en lo que atañe a la actividad y funciones específicas de las PFP.

Como han indicado Reglero Campos, L.F. y Busto Lago, J.M. en su Tratado de Responsabilidad Civil ⁵ ”la responsabilidad civil y su corolario del deber de indemnizar al perjudicado, reside en cuatro condiciones: un comportamiento activo o pasivo del causante del daño, un criterio de imputación, existencia de un daño y relación de causa a efecto entre el comportamiento y el daño”.

Los indicados expertos, añaden que el criterio o base de imputación se asienta, en general, en la culpa del agente.

Consideramos pues oportuno, en primer lugar, analizar aquí el ámbito de las obligaciones de las PFP, en el desempeño de las funciones que le han sido confiadas por la LFFE.

Así, la Ley detalla las obligaciones de carácter general que atañen a un elemento tan fundamental, cual es la información. El artículo 61-1-a), establece, entre otros, que las PFP habrán de incluir en su página web información sobre el funcionamiento básico de la PFP, incluyendo la forma de selección de los proyectos o cómo se recibe y trata la información suministrada por los promotores y los criterios para su publicación que deberán ser homogéneos y no discriminatorios.

Contiene, asimismo, en su apartado 1-b, “la advertencia de los riesgos que implica para los inversores la suscripción de acciones o participaciones u otros valores representativos de capital y en todo caso el riesgo de la pérdida total del capital invertido, el de no obtener el rendimiento dinerario esperado y el de falta de liquidez de la inversión.”

(5) Reglero Campos, L.F. y Busto Lago, J.M., (Coordinadores) “Tratado de Responsabilidad Civil”, Cizur Menor, Navarra, Aranzadi (2014) Tomo II, Página 616

Continúa el mismo apartado puntualizando el riesgo específico de la financiación, mediante emisión de acciones, pues entonces, “se deberá informar, además, del riesgo de dilución de la participación en la sociedad, del riesgo de no recibir dividendos y del riesgo de no poder influir en la gestión de la sociedad”.

Si el vehículo del proyecto es una sociedad limitada “se deberá informar además del riesgo de dilución, del de no recibir dividendos, no poder influir en la gestión de la sociedad y de las restricciones a la libre transmisibilidad inherentes a su régimen jurídico. (Art. 61.1.b))

Prosigue el art. 61-1 en sus apartados c y d, exigiendo incluir “la advertencia de que la PFP no ostenta la condición de empresa de servicios de inversión, ni entidad de crédito y de que no está adherida a ningún fondo de garantía de inversiones o de garantía de depósitos”.

Una última admonición relativa al punto cardinal de la falta de una completa protección regulatoria, es significativa: “la advertencia de que los proyectos de financiación participativa no son objeto de autorización ni de supervisión por la CNMV ni por el Banco de España y de que la información facilitada por el promotor no ha sido revisada por ellos, ni en el caso de emisión de valores constituye un proyecto informativo aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores”. (Art. 61.1.d))

Por su parte, el art. 71-1 y 2, contiene una obligación de “cierre”, que podíamos decir, exigiendo que “las plataformas de financiación participativa se asegurarán de que la información publicada en la plataforma sea completa conforme a lo previsto en este capítulo” y, además, “publicarán toda otra información relevante que obre en su poder sobre el proyecto o los promotores”.

Existe, añade el experto Gasco Ortiz ⁶ otro ámbito de posible responsabilidad de las PFP, necesitado de cobertura, cual es la obligación de realización de “un análisis de la empresa promotora, proceso de selección, evaluación de los riesgos con ayuda de la información que aparece en el Registro Mercantil y posteriormente una asignación de puntos con la subsiguiente publicación de la información en la web”.

La confidencialidad de los datos es otro de los deberes de las plataformas, susceptibles de responsabilidad por su infracción, sobre todo por negligencia en su tratamiento.

En estos supuestos y en general en toda esta problemática de responsabilidad civil, jugarían un papel básico las reglas generales contenidas en el Código Civil arts. 1101 y 1902, y las más específicas de los arts. 1103 y 1104, del mismo Código.

Por su parte, la LFFE al exigir en su artículo 82, que las PFP vigilen los límites cuantitativos de inversión de los inversores no acreditados, abre otra potencial fuente de riesgo y de responsabilidad civil, por tanto, en su infracción.

Así, el art. 82-1-a) y b), dispone: “Las plataformas de financiación participativa se asegurarán de que ningún inversor no acreditado

- a) Se comprometa a invertir o invierta a través de ella, más de 3.000 euros en el mismo proyecto publicado por una misma plataforma

(6) Gascó Ortiz, Angel: “El Seguro de Responsabilidad Civil Profesional como Requisito Financiero que debe cumplir una Plataforma de Financiación Participativa”, en “Crowdfunding, Aspectos Legales”, Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González Serrano (Coordinad.), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuter Aranzadi, 2016, Capítulo 7, pag. 188

- b) Se comprometa a invertir o invierta a través de ella más de 10.000 euros en un período de doce meses, en proyectos publicados por una misma plataforma de financiación participativa”

Como detalle práctico, el mismo Gascó Ortiz,⁷ añade que “las compañías de seguros están ofreciendo este producto con altos importes de las primas debido a las dificultades técnicas que han encontrado para evaluar los riesgos y que hacen incluso que las aseguradoras lleguen a imponer un reaseguro o coaseguro para la distribución de los mismos.”

Otra posible alternativa al seguro, podría ser, según lo indica el mismo art. 56 de la LFFE, en su apartado 1, b) y c), el que por parte de la plataforma se aporte un aval o garantía, por importes equivalentes.

La fianza o garantía habría de ser, o bien solidaria con la plataforma, o quizás mejor aún, una de las llamadas garantías a primera solicitud, ampliamente admitidas ya por nuestra jurisprudencia y la práctica internacional.

Termina el art. 56-5, encomendando a la CNMV la potestad de requerir a las PFP que incumplan los requisitos financieros ya expuestos: “la presentación de un plan para retornar al cumplimiento, así como que introduzcan en el citado plan las mejoras necesarias en cuanto a su alcance y plazo de ejecución”.

II-8 Solicitud de Autorización e Inscripción de la PFP

El artículo 57 de las LFFE contempla el proceso de autorización de una PFP, en los siguientes términos:

1. La solicitud de autorización e inscripción de una plataforma de financiación participativa deberá ir acompañada de los siguientes documentos:

(7) Ibidem, Gascó Ortiz, Angel: “El Seguro de Responsabilidad Civil Profesional como Requisito Financiero que debe cumplir una Plataforma de Financiación Participativa”, pag. 196

- a) En caso de que esta sea de nueva creación, proyecto de Estatutos y certificación registral negativa. En caso de transformación de una entidad preexistente, se podrá requerir la presentación de un balance auditado, cerrado no antes del último día hábil del trimestre anterior al momento de presentación de la solicitud.
- b) Programa de actividades en el que, de modo específico, deberán constar los servicios, incluidos los auxiliares que se pretenden realizar.
- c) Descripción de la organización administrativa y contable, así como los medios técnicos y humanos adecuados a su actividad.
- d) Relación de socios con participación significativa, con indicación de sus participaciones en el capital social.
- e) La relación de administradores y de quienes hayan de ejercer como directores generales o asimilados, con información detallada sobre la trayectoria y actividad profesional de todos ellos.
- f) Reglamento interno de conducta
- g) Una descripción de los procedimientos y medios para la presentación de quejas y reclamaciones por parte de los clientes y los procedimientos para resolverlos
- h) Declaración de honorabilidad debidamente firmada de cada uno de los administradores y directores generales o asimilados de la plataforma.
- i) Una descripción 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 y en el caso de que exista intermediación en los pagos, el nombre de la entidad autorizada a prestar el servicio y su número de registro.

2. En todo caso, cabrá exigir a las personas que soliciten la autorización prevista en este artículo, cuantos datos, informes o antecedentes se consideren oportunos

para verificar el cumplimiento de las condiciones y requisitos establecidos en este título.

3. A los efectos previstos en este título, se entenderá por participación significativa, aquella que alcance de forma directa o indirecta, al menos un 10% del capital o de los derechos de voto de la empresa o aquella que, sin llegar al porcentaje señalado, permita controlar la empresa en los términos previstos en el artículo 42 del Código de Comercio”.

Como acertadamente indica el profesor García-Pita y Lastres ⁸ “la autorización administrativa no es previa a la constitución de la entidad, sino que simplemente puede ser previa y normalmente lo será, pero también puede solicitarse por sociedades ya constituidas, como lo prueba el párrafo a) del apartado 1 del art. 57 de la LFFE”.

Prosigue el ya citado tratadista ⁹ calificando esta intervención administrativa de autorización, como “de inserción”, que tiene por objeto, o incluye entre sus objetivos y propósitos “habilitar a la nueva entidad para ser inscrita o inmatriculada en un registro al que se refiere el art 54 de la LFFE.

Este artículo 54 establece:

“Las plataformas de financiación participativa serán inscritas en el registro correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Este registro será público y deberá contener los datos actualizados de la denominación social, dirección de dominio de internet y domicilio social de la plataforma de financiación participativa, así como la identidad de los administradores y una

(8) Ibidem, García Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financial Crowdfunding”, p. 124

(9) Ibidem, García Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financial Crowdfunding”, p. 124

relación de los socios con participación significativa. La inscripción se practicará una vez otorgada la preceptiva autorización y tras su constitución e inscripción en el registro público que corresponda según su naturaleza”

II-9 Modificación de la Autorización

No solo la autorización social será necesaria, sino que también se requerirá para cualquier modificación de la PFP según el art. 58 de la LFFE:

“1. Deberán ser sometidas a autorización por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las siguientes modificaciones de las plataformas de financiación participativa:

- a) Modificaciones de los Estatutos sociales. No serán objeto de autorización los cambios de domicilio social o del lugar de la efectiva administración o dirección en territorio nacional, ni las modificaciones que tengan por objeto incorporar textualmente preceptos legales o reglamentarios de carácter imperativo o prohibitivo o cumplir resoluciones judiciales o administrativas. Tampoco aquellas otras modificaciones para las que la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en contestación a consulta previa formulada al efecto, haya considerado innecesario el trámite de autorización por su escasa relevancia.
- b) Cambios sustanciales en el mecanismo de transmisión de fondos. No tendrá carácter sustancial el mero cambio de entidad autorizada a prestar servicios de pago.
- c) Cambios en la relación de socios con participación significativa y el nombramiento de nuevos administradores y de directores generales o asimilados.

2. Deberán ser comunicadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores las restantes modificaciones relativas a la información prevista en el art. 57 de esta Ley.

II-10 Revocación, Suspensión y Renuncia de la Autorización

Continúa el estricto control administrativo de las PFP el art. 59, que contempla eventos tan relevantes en la evolución de las plataformas, cuales son la revocación, la suspensión y la renuncia de la autorización.

“Art. 59, Revocación suspensión y renuncia de la autorización.

“1. La Comisión Nacional de Valores podrá revocar la autorización concedida a la plataforma de financiación participativa, en los siguientes supuestos:

- a) Si interrumpen de hecho las actividades específicas autorizadas durante un período superior a un año.
- b) Cuando se hubiera dictado resolución judicial de apertura de la fase de liquidación en un procedimiento concursal
- c) Como sanción, según lo previsto en el artículo 93 de esta Ley.

2. La revocación de la autorización se hará constar en todos los registros públicos correspondientes y tan pronto sea notificada a la plataforma conllevará el cese de la actividad para la que estaba autorizada.

3. La autorización de la plataforma de financiación participativa podrá ser suspendida en los siguientes casos:

- a) Cuando existan indicios fundados de la comisión de infracciones previstas y descritas en este título.
- b) Cuando existan indicios fundados que permitan deducir que, la influencia ejercida por las personas que posean una participación significativa, pueda resultar en detrimento de la gestión correcta y

prudente de la plataforma y hasta que se resuelva la situación de conflicto de interés.

- c) Como sanción, según lo previsto en artículo 93 de esta Ley.
- 4. La renuncia a la autorización concedida para ser plataforma de financiación participativa deberá ser comunicada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que la aceptará expresamente, a menos que existan razones fundadas para considerar que la cesación de actividad puede ocasionar riesgos graves para los inversores o promotores.
- 5. La Comisión Nacional del Mercado de Valores comunicará al Ministerio de Economía y Competitividad y al Banco de España, en el caso de plataformas que publiquen proyectos a los que se refiere el artículo 50.1.c), las revocaciones, suspensiones y renunciaciones de las autorizaciones de las plataformas de financiación participativa que tengan lugar”

El artículo 93, mencionado arriba, se refiere a la potestad sancionadora de la administración, que trataremos en detalle en otro apartado de este capítulo.

II-11 Normas de Conducta

Una vez analizado lo relativo a la constitución, inscripción y puesta en marcha de las PFP y sus eventuales incidencias que pudieran provocar su revocación, suspensión o renuncia, debemos concentrarnos en el proceder o conducta de estas entidades que han sido objeto de minuciosa regulación por la LFFE, conforme pasamos a exponer a continuación.

“Artículo 60

I. Principios generales

1, Las plataformas de financiación participativa deberán ejercer su actividad de acuerdo con los principios de neutralidad, diligencia y transparencia y con arreglo al mejor interés de sus clientes.

2. Tendrán la consideración de clientes tanto los promotores como los inversores.

3. La información que proporcionen a sus clientes sobre los derechos y obligaciones que asumen al operar a través de la plataforma de financiación participativa, deberá ser clara, oportuna, suficiente, accesible, objetiva y no engañosa.”

Como ya estudiamos en un capítulo previo de este trabajo, la actividad de las PFP está encuadrada dentro de los contratos de intermediación o gestión de negocios por cuenta ajena, de mandato o más certeramente de comisión, mediación o corretaje, con la especialidad propia del crowdfunding, y habrá de ejercerse con la diligencia propia de un ordenado empresario, con arreglo siempre al mejor interés de sus clientes.

Es importante, aquí, resaltar que tendrán la consideración de clientes tanto los promotores como los inversores, lo cual puede plantear delicados problemas, ante la posible existencia de intereses contrapuestos.

Es por eso que el profesor García-Pita y Lastres ¹⁰, llama la atención muy oportunamente sobre el principio de neutralidad. Así nos indica que “podría darse el caso de que la PFP se vinculase con sus clientes por medio, no de uno, sino de dos o más contratos de mediación o corretaje, celebrados tanto por o con el promotor, como los inversores, de cuyos contratos surgirían, a su vez, sendas relaciones contractuales que vincularían, simultánea o paralelamente, a la PFP, por un lado, con el promotor y por otro, con los inversores, en cuyo caso la mediación podría convertirse en una verdadera mediación-aplicación de corretajes.”

(10) Ibidem, García Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financial Crowdfunding”, p. 325

Ante esta situación bifronte hay que poner en valor enérgicamente el principio de neutralidad o imparcialidad, que según el mismo profesor ¹¹, “es posible que con la referencia a la neutralidad se trate de imponer una conducta relacionada con la no persuasión, no disuasión a los inversores, de que participen en la financiación propuesta”.

La PFP no solamente debe ser imparcial, si contrata con promotores e inversores a los que deberá deparar un trato no discriminatorio e igualitario, sino que, además, deberá abstenerse de persuadir a los inversores de que participen en la operación propuesta, en los términos del art. 64, 3 de la LFFE.

Este artículo 64, que trata básicamente de la publicidad de proyectos concretos, deja bien sentado el tenor de las comunicaciones que realice al respecto, insistiendo, ¹² en que “la selección de los proyectos, se base en criterios objetivos y no discriminatorios” incidiendo, de nuevo, en que “en todo caso deberá respetarse el deber de neutralidad y los demás principios recogidos en el art. 60 de esta Ley”.

Puesto que conforme al apartado 2 del artículo 60 de la LFFE, tienen la consideración de clientes los promotores de proyectos y los inversores, tanto respecto a los unos como a los otros, las PFP deberán actuar con arreglo a los principios establecidos, que además del de neutralidad incluye los de diligencia y transparencia, dada la profesionalidad del prestador de tales servicios.

(11) Ibidem, García Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financial Crowdfunding”, p. 325

(12) Ley 5/2015, de 27 de Abril, de Fomento de la Financiación Empresarial (LFFE) Art. 64-2

Así el profesor García-Pita ¹³, termina calificando las obligaciones antedichas como “deberes administrativos, cuya tutela se confía, no a los principios y reglas del Derecho patrimonial privado, del Derecho de obligaciones y contratos, sino al Derecho Administrativo, especialmente a través del ejercicio de la potestad sancionadora y el correlativo sometimiento a la responsabilidad administrativa que constituye la “facies pasiva de aquella”.

Por su parte, el artículo 62 de la LFFE incide en el problema clave de la prevención o solución de los conflictos de interés, precisamente por la delicada situación de las PFP, como prestadoras de servicio a dos partes que pueden tener intereses contrapuestos.

II-12 Conflictos de Interés

Precisamente al tema tan sensible de los conflictos de interés se dirige el art. 62 de la LFFE en los siguientes términos:

“Las plataformas de financiación participativa establecerán y aplicarán una política efectiva en materia de conflictos de interés. Dicha política se hará pública en su página web y se ajustará en tamaño y organización de la plataforma, así como a la naturaleza, escala y complejidad de sus negocios.

2. Los administradores, altos directivos y empleados de la plataforma de financiación participativa, no podrán:

- a) Realizar actividades que puedan dar lugar a un conflicto de interés ni hacer un uso inadecuado o divulgar indebidamente información confidencial ni

(13) Ibidem, García Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financial Crowdfunding”, p. 326-7

b) Realizar recomendaciones personalizadas a los inversores sobre los proyectos publicados en la plataforma de financiación participativa.

3. Los socios de la plataforma de financiación participativa solo podrán asesorar a inversores sobre los proyectos publicados en la plataforma, cuando estén autorizados a prestar el servicio de asesoramiento financiero al que se refiere el art. 63.1.g) de la Ley 24/1988 de 28 de Julio del Mercado de Valores, (hoy texto refundido R.D. Legislativo 4/2015 de 23 de Octubre, art. 140) y aplique una política efectiva en materia de conflictos de intereses”.

El tema de los conflictos de interés tiene un carácter tan medular y trascendente que bien merece un primer estudio detallado de tipo general, que será posteriormente desarrollado con mayor especificidad al tratar en el capítulo sexto de los inversores y de su debida protección, sobre todo en el supuesto de referirse a los calificados como no acreditados.

Ya en el artículo 60 apartado 2, habíamos visto que las PFP, representarían tanto a los inversores como a los promotores, teniendo ambos la consideración de clientes, lo cual en principio nos podría plantear delicados problemas, como es fácil comprender.

En efecto, no cabe duda de que para un promotor, es muy conveniente encontrar rápidamente inversores para la realización del proyecto en que está empeñado, lo cual podría resultar riesgoso o incluso catastrófico para los ahorradores que confían en la neutralidad y diligencia de la PFP, que en su calidad de intermediario o comisionista, gestor en definitiva de intereses ajenos, exigiría en determinados casos un deber de diligencia en evitación del conflicto de intereses.

Por otra parte, la posición de las PFP, que también podrán participar si bien con importantes limitaciones cuantitativas como luego veremos, en la financiación de determinados proyectos, introduce un segundo factor de precaución en la operativa como mandatario o comisionista, gestionando intereses de terceros.

Imaginemos por un momento que la PFP descubre que el proyecto de su cliente “y” tiene un inusitado potencial, es el nuevo Apple, Google o Facebook, que va a revolucionar el universo digital: ¿No tendrá la plataforma en cuestión un inusitado interés en adquirir un paquete accionarial de esta mina de oro en potencia, privando a alguno de sus clientes inversores, de esta bonanza?

Obviamente, la tentación sería poderosa y el resultado bastante previsible, si no hubiera fuertes cautelas en forma de prohibiciones legales y consiguientes sanciones.

Esta conducta ventajista y tramposa, iría naturalmente en contra del principio fundamental de que el gestor de negocios ajenos está obligado a defender a ultranza los intereses de sus principales.¹⁴

La actuación anómala de la PFP, ante un conflicto de intereses, privilegiando su propia conveniencia, sobre la lealtad requerida como gestor de intereses de sus clientes, defendiendo prioritariamente los intereses de estos, en una actuación que podríamos calificar de auto-contratación, entraría de lleno en la definición última del conflicto de intereses.

Como, en efecto, lo especifica M. Díaz de Entre Sotos Forns,¹⁵ es necesario que en el típico conflicto de intereses, la satisfacción de uno de los intereses suponga como resultado el sacrificio del otro interés, tratándose de posiciones antagónicas, que no es posible satisfacerlas simultáneamente sin que una de ellas

(14) Cortés Domínguez, L.J.: “El Mercado de Valores”, en “Lecciones de Derecho Mercantil”, Volumen II, 15, Madrid, E. Menéndez Menéndez/Rojo Fernández Rio/Aparicio, Cizur Menor, Navarra, Civitas, Thomson Reuters Aranzadi, 2003, págs. 276 y siguientes.

(15) Díaz de Entre-Sotos Forns, María, “El Autocontrato”. Madrid, Ed. Tecnos, 1990, pag.112

quede dañada. Se trata en suma de “intereses antitéticos, de manera que para proveer a la defensa de uno se agrave la posición o condición del otro, correspondiendo a las ventajas de uno, el daño del otro”.

II-13 Proyectos Vinculados

Dentro del mismo Capítulo II, de la LFFE, Normas de Conducta, el artículo 63 de la LFFE, establece importantes cautelas o limitaciones a la actuación de las PFP, en aras de lograr una mayor transparencia y neutralidad en su función, siempre haciendo prevalecer los intereses de sus clientes:

“Art. 63, Proyectos Vinculados

1. Las plataformas de financiación participativa, solo podrán participar en proyectos publicados en su página web de acuerdo con los siguientes requisitos:
 - a) Su participación no podrá superar el 10% del objetivo de financiación de cada proyecto ni permitir controlar la empresa en los términos previstos en el art. 42 del Código de Comercio
 - b) Las plataformas de financiación participativa informarán a los inversores de forma clara y accesible del importe de su participación o de la de las personas relacionadas en el apartado 3, en cada proyecto. Asimismo, publicarán en la web los criterios de su política interna, para decidir su participación en los proyectos.
2. Las plataformas de financiación participativa solo podrán publicar proyectos de los que sean promotoras en su propia página web, conforme a los siguientes requisitos:
 - a) El objetivo de financiación agregado de dichos proyectos no superará en cada ejercicio el 10% de los fondos efectivamente recaudados por todos los proyectos de financiación participativa publicados en su página web en el ejercicio inmediatamente anterior.

- b) Las plataformas de financiación participativa informarán inmediatamente a los inversores de forma clara y accesible de los proyectos de los que ellas, o las personas relacionadas en el apartado siguiente, fueron promotores.
3. Lo previsto en los apartados anteriores será también de aplicación a los administradores, altos ejecutivos y socios con participación significativa de las plataformas de financiación participativa y a los cónyuges o personas con quienes estos convivan en análoga relación de afectividad, así como a sus familiares hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, respecto de los proyectos de los que sean promotores y sean publicados en las páginas web de sus respectivas plataformas.
4. Las plataformas de financiación participativa no podrán participar en proyectos publicados por otras plataformas de financiación participativa.
5. Sin perjuicio de la legislación específica que les resulte aplicable, en particular en materia de contratación pública y subvenciones, ni las Administraciones Públicas, ni ninguna de las restantes entidades comprendidas en el concepto de sector público, previsto en el artículo 2 de la Ley Orgánica 2/2012 de 27 de Abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, estarán sometidas a las limitaciones establecidas en los apartados anteriores”.

El arriba transcrito artículo de la LFFE, representa un oportuno corolario de los principios enunciados en el artículo 60, bajo el epígrafe de principios generales, dentro de las normas de conducta de las PFP.

En efecto, el legislador ha querido dejar bien sentado, dentro de las normas de conducta del capítulo III, que las PFP, habrán de regirse escrupulosamente por las pautas de neutralidad, diligencia y transparencia y siempre en aras de perseguir “el mejor interés de sus clientes”.

Así, si bien podrán participar en algunos proyectos publicados en su página web, se establece un límite prudencial, descartando en todo caso el poder de control sobre la empresa que desarrolle el proyecto, siempre en la idea de evitar conflictos de interés buscando el interés propio y empañando la necesaria neutralidad.

El principio de transparencia queda bien resaltado en el párrafo b) del apartado I de dicho art. 63, exigiendo a la PFP información puntual a los inversores “de manera clara y accesible”, no solo de las circunstancias de su participación propia en el proyecto publicitado por ella, sino también de la relativa a los administradores, altos ejecutivos, socios con participación significativa, cónyuges y familiares, según establece el apartado 3 del citado artículo.

Contempla, a continuación, el citado art. 63, la posibilidad de que las PFP, además de su función de mediadoras entre promotores e inversores, puedan también asumir el papel de promotoras ellas mismas, con las limitaciones cuantitativas, del apartado 2-a), y manteniendo siempre las premisas de neutralidad, transparencia, preservando, en todo caso, el mejor interés de los inversores.

De nuevo, el apartado 2-b) exige la información inmediata a los inversores, no solo de los proyectos propios de la PFP sino también de los de las personas vinculadas del apartado 3.

Las PFP, por el contrario, están impedidas de participar en proyectos publicados en otras PFP, según se establece en el apartado 4. La razón subyacente de esta tajante prohibición parecería residir en la necesaria dedicación de las PFP a la promoción de su propio objetivo estatutario, evitando posibles interrupciones, quizás lucrativas para la PFP concreta, pero negativas para el propio interés de sus clientes, dado que por definición los recursos son siempre limitados y existen prioridades o lealtades prevalentes.

Por último, es digno de destacarse, que el precitado art. 63 establece, en su apartado 5, una exención total de las limitaciones expuestas anteriormente, en favor de las Administraciones Públicas, y, en general, de las entidades del sector público, según lo previsto en el apartado correspondiente de la ley Orgánica 2/2012 de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad financiera, de 27 de Abril.

Con ello, el legislador se decanta por mantener criterios distintos, para el sector privado y público de dudosa justificación, pues no hay que perder de vista que los recursos públicos son de todos y debe mantenerse una escrupulosa vigilancia sobre su asignación y prudente utilización.

II-14 Publicidad

La publicidad tiene, como sabemos, una trascendencia evidente, en cualquier iniciativa empresarial. Así lo reconoce el art. 64 de la LFFE, que establece:

“1. Las plataformas de financiación participativa podrán publicitar y realizar comunicaciones de carácter comercial sobre su actividad profesional general.

2. Las plataformas de financiación participativa podrán publicitar y realizar comunicaciones de carácter comercial sobre proyectos concretos de financiación participativa, siempre y cuando la selección de los mismos se base en criterios objetivos y no discriminatorios sobre los que se informará a los clientes.

1) En todo caso deberá respetarse el deber de neutralidad y los demás principios recogidos en el artículo 60 de esta Ley.”

II-15 Servicios Prestados por las Plataformas de Financiación Participativa

Aunque los servicios a proporcionar por las PFP serán más tarde especificados en detalle al tratar, bien con sus primeros clientes que son los creadores de proyectos de financiación, o con los otros clientes, que son los inversores, puede ser oportuno enumerar sucintamente las funciones a desempeñar por las PFP, tal y como se configuran en la normativa española, integrada por la LFFE y sus remisiones explícitas o implícitas al ordenamiento jurídico vigente.

Así, el art. 51 de dicha Ley, distingue “ab initio”, entre servicios que podríamos denominar principales o esenciales y aquellos otros que pueden acompañar a los primeros, con carácter auxiliar, y que se mencionan a título de ejemplo, sin que tengan valor de “números clausus” o limitativo.

El texto del art 51, bajo el epígrafe de “Servicios de las plataformas de financiación participativa,”, reza como sigue:

“1. Las plataformas de financiación participativa prestarán los siguientes servicios:

- a) Recepción, selección y publicación de proyectos de financiación participativa
- b) Desarrollo, establecimiento y explotación de canales de comunicación para facilitar la contratación de la financiación entre inversores y promotores

2. Las plataformas de financiación participativa podrán prestar servicios auxiliares distintos a los previstos en el apartado anterior. Dichos servicios podrán consistir, entre otros, en:

- a) El asesoramiento a los promotores en relación con la publicación del proyecto en la plataforma, incluyendo la prestación de servicios y asesoramiento en las áreas de tecnología de la información, marketing, publicidad y diseño

- b) El análisis de los proyectos de financiación participativa recibidos, la determinación del nivel de riesgo que implica cada proyecto para los inversores

y la determinación de cualquier otra variable que resulte útil para que los inversores tomen la decisión de inversión. La publicación, clasificación y agrupación de tal información en términos objetivos sin realizar recomendaciones personalizadas, no constituirá asesoramiento financiero.

c) La habilitación de canales de comunicación a distancia para que usuarios, inversores y promotores contacten directamente entre sí antes, durante o después de las actuaciones que den lugar a la financiación del proyecto.

d) La puesta a disposición de las partes de los modelos de contratos necesarios para la participación en los proyectos

e) La transmisión a los inversores de la información que sea facilitada por el promotor sobre la evolución del proyecto, así como sobre los acontecimientos societarios más relevantes

f) La reclamación judicial y extrajudicial de los derechos de crédito, actuando en representación de los inversores, o en nombre propio, si los inversores le cedieran su derecho de crédito.

g) Aquellos otros que, en su caso, determine el Ministro de Economía y Competitividad, o con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3. Además de los servicios previstos en los apartados anteriores y en relación con las solicitudes previstas en el art. 50-1-b) y c) de esta Ley, las plataformas de financiación participativa podrán formalizar los contratos de préstamo y de suscripción de participaciones que se basen en un acuerdo de voluntades manifestado a través de la plataforma de financiación participativa, actuando en representación de los inversores”.

Como se ve a través de este artículo, las obligaciones estrictas de las PFP, son muy limitadas, reduciéndose a la recepción, selección y publicación de proyectos y el establecimiento de canales de comunicación para posibilitar la contratación

de promotores e inversores. El resto de actividades de las PFP, son meramente optativas, aunque su trascendencia nos atrevemos a decir que es fundamental para la correcta realización del negocio.

Aun con esta atribución de funciones, no podemos olvidar que esta operativa del crowdfunding, encierra unas peculiaridades, que acertadamente han sido puestas en valor por José E. Delgado Larena ¹⁶: “Las partes y es aquí donde surge una de las novedades de este modelo de negocio, se relacionan única y exclusivamente a través de la PFP, esto es, a través de la página web y/o de los medios electrónicos que la PFP ponga a su disposición, no sólo para que se puedan estudiar los datos objetivos del proyecto publicado, sino directamente para que se conozcan, para que interactúen y estudien, como no puede ser de otra manera, las condiciones de entrada de un número variado de inversores en el capital social de una sociedad”.

El acuerdo de voluntades, esencial para la conclusión de un contrato, se llevará a cabo necesariamente por medios electrónicos.

Hasta aquí la actuación aséptica y obligatoria de las PFP que, sin embargo, como ya hemos repetido, será complementada con otros servicios auxiliares sí, pero muy convenientes y útiles, dada la escasa cultura financiera y legal de muchos de los potenciales inversores.

Tales servicios van desde el asesoramiento a los promotores, el análisis de proyectos y la evaluación de riesgos a los inversores, el suministro de modelos de contratos, transmisión de informaciones por medio de canales de

(16) Delgado Larena-Avellaneda, José E. “La Representación de los Inversores por la Plataforma de Financiación Participativa”, en “Crowdfunding, Aspectos Legales”, Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González Serrano (Coordinad.), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuter Aranzadi, 2016, pags. 237 y s.

comunicación a distancia, posibles reclamaciones extrajudiciales y judiciales de derechos de crédito y otros.

El grado mayor de participación de las PFP, que seguramente tendrá amplia aplicación en la operatoria del crowdfunding, por las razones antes aducidas de carencia de sofisticación negocial de los inversores, vendría producido por la posibilidad de que las PFP, formalicen los contratos de suscripción de acciones o participaciones en representación de los inversores según se prevé, como anticipamos, en el apartado 3 del precitado art. 51.

Esta actuación de las PFP, necesaria a nuestro juicio, en la mayoría de los casos, requerirá, según José E. Delgado Larena ¹⁷, “de cuatro requisitos: i) un previo mandato o encargo de todos y cada uno de los inversores a la PFP, para que, en su nombre celebre, en su caso, cumplidas ciertas condiciones, un contrato de suscripción de títulos sociales, ii) un previo acuerdo de voluntades entre el promotor y los inversores, iii) que la PFP compruebe que el acuerdo de voluntades reúne a un número de inversores tal que sus respectivas intenciones de inversión permiten alcanzar y/o superar el objetivo cuantitativo de financiación fijado para el proyecto publicado, o el 90% de dicho objetivo, si así lo hubiera establecido la propia PFP, según el artículo 69-5 de la Ley y iiiii) que la PFP se asegure de que los requisitos anteriores se han cumplido antes del vencimiento del plazo fijado para la inversión del proyecto”.

Respecto al contrato subyacente de mandato, J.E. Delgado ¹⁸ después de insistir en que “debe ser redactado en términos muy claros y concretos“ siempre por via

(17) Ibidem, Delgado Larena-Avellaneda, José E.: “La Representación de los Inversores por la Plataforma de Financiación Participativa”, págs. 239-240.

(18) Ibidem, Delgado Larena-Avellaneda, José E.: “La Representación de los Inversores por la Plataforma de Financiación Participativa”, p. 240.

electrónica, recomienda que “la aceptación del mandato podrá verificarse por los distintos cauces hoy en día admitidos en la contratación electrónica, bien por medio de una adhesión por correo electrónico, bien por medio de la cumplimentación de formularios exhibidos desde la página web de la PFP, bien por medio del acceso a diferentes páginas y el “pinchazo” o “clickeo” “en los iconos correspondientes que conllevarán la aceptación del contrato, conforme a la Ley 34/2002 de 11 de Julio, de Servicios de la Sociedad de la Información y Contratación Electrónica.

II-16 Servicios Prohibidos

La LFFE, además de detallar los servicios que obligatoria o potestativamente habrán o podrán desarrollar, en su caso, las PFP, no ha querido, tampoco, dejar de mencionar aquellos servicios que quedarán fuera de su competencia, como prohibidos expresamente, salvo que se transformen, previa autorización, en entidades híbridas.

La razón subyacente de esta prohibición expresa, es dejar bien sentado que determinadas actividades, por su especialización y trascendencia en el mundo financiero, han de quedar reservadas a entidades de crédito o de servicios de inversión, ambas exhaustivamente reguladas en aras de la protección a los depositantes e inversores.

Así el art 52-I, de la LFFE, establece:

“Las plataformas de financiación participativa no podrán ejercer las actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión ni a las entidades de crédito y en particular no podrán:

- a) Respecto a los instrumentos previstos en el art. 50-I-a) de esta Ley, prestar los servicios de recepción, transmisión o ejecución de órdenes o mandatos de clientes a los que se refieren las letras a) y b) del artículo 63-I, de la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores, (hoy art. 140 del texto

refundido R.D. Legislativo 4/2015 de 23 de Octubre) ni de custodia de los mismos.

- b) Recibir fondos por cuenta de inversores o de promotores, salvo que tengan la finalidad de pago y la plataforma cuente con la preceptiva autorización de entidad de pago híbrida, de conformidad con lo prescrito en la Ley 16/2009 de 13 de Noviembre, de Servicios de Pago y su normativa de desarrollo.
- c) Recibir activos de los promotores en nombre propio, ya sea por cuenta propia o bien por cuenta de los inversores, en garantía del cumplimiento de las obligaciones de dichos promotores frente a los inversores.”

No contento el legislador con acotar el terreno vedado a las PFP, por razones de carencia de habilitación normativa, ligada a la especialización e interés público, endurece todavía más su exclusión, consignando taxativamente en el apartado 2 del artículo arriba citado: “Las plataformas de financiación participativa no podrán en ningún caso:

- a) Gestionar discrecional e individualizadamente las inversiones en los proyectos de financiación participativa
- b) Realizar recomendaciones personalizadas a los inversores sobre los proyectos de financiación participativa
- c) Conceder créditos o préstamos a los inversores o promotores, salvo lo previsto en el artículo 63 de esta Ley
- d) Asegurar a los promotores la captación de los fondos
- e) Proporcionar 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. No tendrán la consideración de mecanismos de inversión automáticos las utilidades que permitan al inversor preseleccionar de entre los proyectos publicados todos aquellos en

los que invertir para, posteriormente, acordar y formalizar su participación en los mismos, mediante una única actuación.

3. Las plataformas de financiación participativa no podrán ejercer las actividades reservadas a las entidades de pago y en especial la recepción de fondos con la finalidad de pago por cuenta de los inversores o de los promotores, sin contar con la preceptiva autorización de entidad de pago híbrida, de conformidad con lo previsto en la Ley 16/2009, de 13 de Noviembre de Servicios de Pago y su normativa de desarrollo”.

Analizando el variado contenido del art. 52, antes reseñado, el legislador ha querido dejar bien sentado que las PFP deben ceñirse en principio a lo que es estrictamente el objeto social de las mismas, esto es la propia mediación entre promotores e inversores.

Lo que esto implica es, naturalmente, que hay que evitar que invadan otros campos o participen en otras operaciones, que si bien pueden coadyuvar a la consecución de sus funciones específicas, requieren otras cualidades, habilitaciones y recursos, tales como las relativas a las empresas de servicios de inversión y “a fortiori”, las entidades de crédito, con su corolario de estricta regulación.

Las prohibiciones del apartado 1 del art. 52, son algunas tajantes, estableciendo una celosa reserva para los operadores en el Mercado de Valores y consiguiente exclusión de las PFP, en el tema de recepción, transmisión o ejecución de órdenes o mandatos de clientes y custodia de valores, según lo dispuesto en el nuevo art. 140 del texto refundido antes citado.

La prohibición de recibir fondos por cuenta de promotores o inversores, salvo con la fura finalidad de pago entre ellos, contenida en la letra b) del apartado 1, tiene un alcance menos drástico pues puede sanarse obteniendo la preceptiva autorización según su propia normativa.

La recepción de activos en garantía por parte de los promotores por cuenta propia o por cuenta de los inversores, es, de nuevo conforme a la letra c) apartado 1, una prohibición rotunda y sin paliativos, además de, en cierto modo, gratuita o innecesaria, pues como comenta el profesor García-Pita ¹⁹ “resulta dudoso que, para el desempeño de su función mediadora, sea preciso que la PFP, reciba fondos en efectivo, acciones, obligaciones o participaciones sociales. Más bien lo que recibirá será información y documentación para cumplir su encargo de presentar el proyecto de inversión”.

Las prohibiciones en principio más genéricas del apartado 1 del art. 52, se convierten en muy específicas y concluyentes en el apartado 2, que se refiere a operaciones concretas y de calado evidente.

En efecto, tanto la “gestión discrecional e individualizada de las inversiones en los proyectos de financiación participativa, como “la realización de recomendaciones personalizadas a los inversores” del apartado 2-a) y b), son actividades privativas de las sociedades gestoras de cartera, según se describen en el art. 140, ap d) del arriba citado Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores.

La prohibición de realizar recomendaciones personalizadas sobre los proyectos de la letra b), es consistente con la reserva de actividad, asignada a las empresas de asesoramiento financiero pues suponen un servicio de inversión característico. Lo que se prohíbe es la opinión concreta sobre un determinado proyecto de los que intermedia la PFP, singularizando su apoyo,

Es oportuno, por fin, destacar que la prohibición de “recomendaciones personalizada”, afecta únicamente a las realizadas a inversores, pero no las que

(19) Ibidem, García Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financial Crowdfunding”, p. 101

se puedan llevar a cabo respecto a los promotores, que quedan, por tanto, exentos de tal prohibición. La exclusión puede tener sentido dentro de la labor de las PFP, de análisis, selección y apoyo a los proyectos, que luego han de ser ofrecidos a los inversores y publicados por las plataformas, con imparcialidad. Se trataría, en resumen, de presentar un plantel de proyectos con solvencia y responsabilidad.

La distinción rotunda entre la función de las plataformas de financiación participativa como simples mediadoras y las actividades de la banca y las empresas de servicios de inversión, es muy explícita en el punto c) de dicho apartado, en lo referente a la prohibición de conceder créditos o préstamos a los inversores o promotores, pues ambas funciones se hallan suficientemente acotadas y reservadas, a las entidades arriba citadas.

Sin embargo, la misma letra c) incluye una excepción en el art. 63 de la LFFE, respecto a la participación en los llamados “proyectos vinculados” que ya fueron objeto de comentario en otro lugar de este trabajo.

De todas las prohibiciones tajantes que el art. 52-2 establece para las PFP, destaca la de la letra d) que impide a las plataformas “asegurar a los promotores la captación de los fondos”.

Esta actividad de aseguramiento, también llamada de subscripción, es relativamente frecuente en las emisiones de valores en que un grupo de entidades, normalmente bancos, asumen la obligación de colocación de ciertos valores en el mercado, en el bien entendido que, tengan éxito o no en la distribución, garantizarán la adquisición de tales valores, de modo que los emisores podrán contar con el capital así emitido.

La subscripción asegurada podrá ser por cuenta ajena, a través de la adquisición por clientes inversores de tales entidades de servicios de inversión, o, también, por cuenta propia, salvo el caso de las agencias de valores que tienen prohibido el operar por cuenta propia.

Se trata por consiguiente, de una actividad clásica de los bancos y sociedades de valores, entidades ambas sometidas a una exigente normativa regulatoria, capitales considerables, experiencia, especialidad y acrisolada hoja de servicios en los mercados. Las PFP, como ya hemos repetido muchas veces, han de atenerse, en general, a su papel estricto de mediadores, en el crowdfunding, sin incursiones en otros delicados negocios.

Así, J. Valenzuela Garach ²⁰, no duda en concluir que esta figura del aseguramiento, siendo en principio totalmente independiente, acompaña, a veces, a las actividades de la banca de inversiones, tiene una naturaleza jurídica más próxima al contrato de garantía, pudiéndosele denominar como “garantía personal atípica o mandato de garantía.

En tal caso, asumen normalmente los papeles de director y coordinador de la emisión, aquellas entidades que aseguran o subscriben mayores volúmenes de valores.

Termina el apartado 2 sobre prohibiciones, excluyendo, como no podía ser menos, el que se proporcione a los inversores no acreditados, los más vulnerables por definición, por su carencia de cultura financiera y quizás menores recursos, “mecanismos de inversión automáticos, estén o no basados en criterios prefijados por el inversor.”

García Pita y Lastres ²¹, por su parte, se muestra contundente en condenar este peligroso automatismo en relación con inversores no acreditados, pues de lo contrario “se infringiría uno de los principios fundamentales que inspiran el contrato de mediación o corretaje, a saber: que el corredor o mediador se limita

(20) Valenzuela Garach, J.: “Las Entidades de Crédito Comisionistas en el Mercado de Valores”, Jaén, Edit. Universidad de Jaén, 2000, pags. 114 y s.

(21) Ibidem, García Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financiamiento Crowdfunding”, p. 118

a aproximar a las partes, dejando en manos de éstas el pleno protagonismo de la sucesiva negociación del contrato y de su celebración, concurriendo ellas y no el corredor al acto de intercambio de consentimientos”.

Termina el artículo 52, con un apartado 3, que incide, una vez más, en que las PFP no podrán, tampoco “ejercer las actividades reservadas a las entidades de pago y recepción de fondos por cuenta de inversores o promotores, salvo que estén especialmente autorizadas conforme a lo previsto en la Ley 16/2009 de 13 de Noviembre, de Servicios de Pago y su normativa de desarrollo”.

Aparecen aquí las figuras de confianza tan utilizadas en la práctica de los medios de pago en transacciones financieras o comerciales, tales como los “escrow agents” o depositarios acreditados de confianza, que llevan a cabo los pagos encomendados, cuando se cumplen los términos del condicionado de instrucciones.

Nada impide, en principio, que las PFP, puedan obtener la preceptiva autorización para realizar las citadas labores que pueden ser, además, complementarias y evidentemente útiles y expeditivas en sus tareas de mediación.

II-17 Régimen de Supervisión, Inspección y Sanción

El cuadro normativo a que la LFFE somete a las plataformas de financiación participativa, se completa con el Capítulo VI. (Artículos 89 al 93), que establece el régimen de Supervisión, Inspección y Sanción.

II-17-1 General

Así, el Art. 89-1, dispone: “Quedan sujetos al régimen de supervisión, inspección y sanción de este título a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores:

- a) Las plataformas de financiación participativa
- b) Las restantes personas físicas y jurídicas a los efectos de comprobar si infringen las reservas de actividad y denominación previstas en el art. 48

2.- En el caso de personas jurídicas, las facultades que corresponden a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrán ejercerse igualmente sobre quienes ocupen cargos de administración, dirección o asimilados a los mismos”.

Es el art. 90 siguiente el que detalla las facultades de la CNMV, en relación con las citadas funciones de supervisión, inspección y sanción.

De entre estas facultades, que son evidentemente muy amplias, destacamos las de reclamar la colaboración del Banco de España, tanto en la fase de incoación de expedientes, en especial en lo que respecta al tema de la solicitud de préstamos del artículo 50.1.c), como en lo que afecta a aquellas PFP que tengan el carácter de híbridas por desempeñar también servicios de pago. ²²

II-17-2 Comunicaciones a la CNMV

Por su parte, el art. 91 regula las comunicaciones a la CNMV por parte de las PFP, exigiendo una completa documentación, que incluye además de cuentas anuales auditadas y memoria, un resumen de los proyectos publicados a través de su página web, éxitos y fracasos en la financiación, tasas de morosidad, proyectos no seleccionados y su motivación, así como la identidad de la entidad de crédito o empresa de servicios de pago, en su caso.

Habrán de comunicarse, también, las reclamaciones judiciales y quejas presentadas por los clientes, si existiesen. Termina este art. 91, requiriendo información sobre el volumen de pérdidas si la plataforma gestionase un sistema de cobertura de pérdidas.

II-17-3 Infracciones

(22) Ibidem, García Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financial Crowdfunding”, p. 216

En el capítulo de infracciones, el art. 92 empieza mencionando aquellas consideradas como muy graves. Entre el amplio elenco de estas, destacamos aquellas que consisten “en la publicación reiterada por parte de las plataformas de proyectos que no cumplan las condiciones establecidas en el art. 49, o no instrumenten en las formas previstas en el art. 50” (art. 92,1.a)). Esta es una infracción de especial gravedad, pues además de suponer una violación de un precepto de policía administrativa, encierra, también, un ilícito civil-mercantil de conculcación de los deberes de la PFP, como mediadoras, traicionando la necesaria confianza de los clientes en su operatoria.

La prohibición de recibir fondos por cuenta de clientes sin la autorización exigida y tan insistentemente repetida, como hemos visto anteriormente (entidades híbridas) es, también objeto de severa condena (art. 92,1,b)).

El artículo 92.1 insiste, también, en varios de sus apartados, en considerar, asimismo, como infracciones muy graves, todas aquellas relativas a vicios, carencias, abusos o falseamientos, en la obtención de la autorización administrativa o su desarrollo (art. 92,1,c), d) y e)).

La negativa o resistencia a la actuación supervisora o inspectora de la CNMV (Art. 82.1.f)) reviste, asimismo, especial gravedad.

La publicación de información engañosa que induzca a error en el inversor, tal como: Porcentaje de incumplimientos, tasa de morosidad o de rentabilidad, nivel de riesgo de los proyectos publicados, es otra de las conductas “demonizadas” (art. 92,1.8). Del mismo modo, se condena el incumplimiento grave y reiterado por las PFP, de las reglas de los arts. 60, 62 y 63, tendentes a evitar los conflictos de interés o regular los proyectos vinculados, o sea aquellos en que las PFP, puedan invertir (art. 92,1.h))

La negligencia en la comprobación de la identidad de los promotores, cuando sea reiterada y grave, también es objeto de máximo repudio (92.1.i)); del mismo

modo, el incumplimiento reiterado en la aplicación de los límites del proyecto, objetivos y plazos máximos y límites en la inversión por los inversores no acreditados (art. 92,1.j)), es objeto de la máxima reconvención.

Termina esta lista de infracciones muy graves, incidiendo en el tema cardinal de la información, insistiendo en repudiar el incumplimiento reiterado y grave del deber de proporcionar la información previa a los inversores, de los arts. 81.2, 83 y 84.

La reincidencia en la comisión de infracciones graves en un período de 5 años, con sanción administrativa grave, es, igualmente, objeto de su calificación como muy grave (art. 92.1.l)).

Entre las infracciones graves, (art. 92.2.a), b), c) y d), destacamos aquellas que suponen incumplimientos, siempre reiterados y graves, en los deberes de información y publicidad, ya expuestas en este mismo capítulo, así como de los de diligencia en la comprobación de los proyectos (arts. 61, 64 y 72).

Destaca entre las infracciones graves (art. 92.2.e), el incumplimiento del régimen de comunicaciones a la CNMV previsto en el art. 91 ya expuesto. La reincidencia en la comisión de infracciones leves, en un plazo de dos años (art. 92.2.g) es también motivo de agravación.

Por fin, el apartado 3, del mismo art. 92, establece que son infracciones leves aquellas que “no constituyan infracción grave o muy grave, conforme a lo dispuesto en los apartados anteriores”.

II-17-4 Sanciones

El art. 93 establece las sanciones correspondientes a las infracciones del art. 92.

Así, a las muy graves les puede acarrear la de revocación de la autorización de prohibición de solicitar una nueva autorización (pues las sanciones pueden ser singulares o plurales), por un plazo de entre uno a cinco años (art. 93.1,b) y c)).

Otra sanción puede ser de multa de entre el triple y el quíntuplo del beneficio bruto espúreo, o de entre el 5% y el 10% del volumen de negocios neto anual total o de entre 75.000 y 200.000 euros. (art. 93.1.a)). Esta multa puede ser cumulativa con alguna de las anteriores sanciones.

Otra sanción es la de separación del cargo de administradores o directivos, e inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier PFP, por un plazo de hasta diez años. (art. 93.1-d))

En cuanto a las sanciones por infracciones graves, los tipos son los mismos pero atenuados, naturalmente, tanto en la suspensión de la autorización (no superior a un año) o en el ejercicio de cargos (plazo de hasta un año) y multa entre el doble y el triple del beneficio espúreo obtenido o entre el 3% y el 5% del volumen de negocios neto, o de entre 50.000 y 100.000 euros. Estas sanciones pueden ser también cumulativas o plurales.

En cuanto a las sanciones por infracciones leves, el art. 93.4 establece que: “Por la comisión de infracciones leves se impondrá al infractor la sanción de multa por importe de entre el beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción y su doble, de entre el 1% y el 3% del volumen de negocios neto anual total, o de entre 10.000 y 50.000 euros.

Es interesante hacer patente, por último, que será de aplicación supletoria en este capítulo de ejercicio de la potestad sancionatoria, la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, en su versión actual, Texto Refundido del R.D. Legislativo 4/2015, y su normativa de desarrollo y en especial el R.D. 2119/1993 de 3 de Diciembre, sobre el procedimiento sancionador a los sujetos actuantes en mercados financieros. Las sanciones por infracciones graves y muy graves, serán además publicadas en el BOE y en la página web de la CNMV (art. 93-e)).

Como valoración de este cuadro de infracciones, podemos afirmar que, en general, tales conductas afectan a la función mediadora de las PFP con un claro

matiz contractual, con todo lo que ello viene a representar. Por su parte, los expertos²³, observan que alguno de los tipos de infracción del art. 92, concretamente el del apartado 1.f), sobre negativa o resistencia a la actuación supervisora o inspectora de la CNMV, además de un ilícito administrativo, “recuerdan un correlativo delito de oposición indebida al ejercicio de potestades administrativas de inspección o supervisión”, previsto en el art. 294 del Texto Refundido del Código Penal (Ley Orgánica 10/1995).

Le preocupa en resumen, al profesor García Pita, la vigencia del principio “ne bis in ídem” y la posible responsabilidad penal, unida a la administrativa e incluso a la responsabilidad civil.²⁴

II-18 Responsabilidades Contractuales

Además de las infracciones y sus correspondientes sanciones ya detalladas en el Capítulo VI, (Arts. 89 al 93 de la LFFE), en el ámbito administrativo existe un segundo tipo de responsabilidades potenciales de las plataformas. Nos estamos refiriendo a las propiamente contractuales o incluso precontractuales, por incumplimiento de sus obligaciones derivadas del contrato de acceso cliente-plataforma.

Como oportuna y certeramente nos indica la Profesora Teresa Rodríguez de las Heras Ballell,²⁵ “Los operadores previsiblemente concretarán en sus contratos de acceso las condiciones de prestación del catálogo de obligaciones que la LFFE

(23) Ibidem, García Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financial Crowdfunding”, p. 228

(24) Ibidem, García Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financial Crowdfunding”, p. 231

(25) Rodríguez de las Heras Ballell, Teresa: “La responsabilidad de las plataformas, Alcance, Límites y Estrategias” en “Crowdfunding: Aspectos Legales”, Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla, González Serrano, Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2016, pág. 392

les impone para la comprobación de la identidad del promotor, evaluación diligente de los proyectos, la verificación del cumplimiento de los límites temporales y cuantitativos, la disponibilidad de información y advertencias requeridas, la clasificación de proyectos y el ofrecimiento de los servicios auxiliares y adicionales por los que opte.”

En esta prestación de servicios exigida por la Ley y recogida, también en el contrato de acceso, las plataformas parecen ejercer, a juicio de la citada experta, “una función de garantes que podría generar en promotores, inversores y terceros la creencia o expectativa razonable de veracidad que les induzca a confiar en estas señales del operador (que la identidad ha sido verificada, que la clasificación con respecto al riesgo es correcta, que la información es completa) y adoptar una decisión en consecuencia”.²⁶

Estos posibles incumplimientos contractuales podrán dar origen a la nulidad o anulabilidad del contrato por consentimiento viciado por error, sobre todo los relativos a las infracciones de información de los riesgos (Arts. 61, 66 y 67) sobre requisitos en la admisión y comprobación de la identidad del promotor y sus circunstancias (Art. 72), sobre obligaciones adicionales de información y (Art. 83) referente a información previa a la inversión y sus riesgos, entre otros, artículos todos ellos de la LFFE.

La misma experta ²⁷ aconseja también soluciones para prevenir o, en su caso, gestionar los riesgos citados a través de soluciones tecnológicas y contractuales. Para ella las soluciones tecnológicas tendentes a prevenir infracciones, detectar incumplimientos y respetar procedimientos, protocolos, sistemas de detección de errores y métodos de identificación, se acompañarán de cláusulas contractuales

(26) Ibidem, Rodríguez de las Heras Ballell, Teresa: “La responsabilidad de las plataformas. Alcance, Límites y Estrategias”, pag. 392

(27) Ibidem, Rodríguez de las Heras Ballell, Teresa: “La responsabilidad de las plataformas. Alcance, Límites y Estrategias”, pags. 392-393

bien construidas, “delimitando cuidadosamente el objeto de la prestación e introduciendo limitaciones selectivas de responsabilidades a través de “disclaimers” o desmentidos o rechazos u otras alternativas.

CAPITULO CUARTO

LOS PROYECTOS DE FINANCIACION Y LOS PROMOTORES

I. Introducción

Hemos comentado en el Capítulo Tercero, la temática de las plataformas de financiación participativa, su creación mediante autorización administrativa, sus servicios y funciones, sus normas de conducta y otros.

A continuación pasamos a estudiar en un proceso lógico, los proyectos a financiar.

II. El Concepto de Proyecto

A pesar de que los proyectos o iniciativas empresariales de diversa índole, que suponen el elemento real del crowdfunding y el objetivo de la hipotética inversión en masa, no existe una clara definición legal de los mismos, por lo que habremos de acudir en primer lugar a fuentes gramaticales para obtener una idea de su significado y alcance.

Como siempre, acudiremos al Diccionario de la RAE que nos define “proyecto” con las siguientes acepciones, entre otras:

- “Planta y disposición que se forma para un tratado o para la ejecución de una cosa de importancia, anotando y extendiendo todas las circunstancias principales que deben concurrir para su logro”.
- “Diseño o pensamiento de ejecutar algo”.

- “Conjunto de escritos, cálculos y dibujos que se hacen para dar idea de cómo ha de ser y lo que ha de constar una obra de arquitectura o de ingeniería”.
- “Primer esquema o plan de cualquier trabajo que se hace a veces como prueba antes de darle la forma definitiva.”

Aproximándonos ya al meollo de este trabajo, vemos que de lo que se trata aquí es de obtener financiación en masa para el desarrollo o promoción de una idea de mayor o menor complejidad, confirmada quizás por una patente, con naturaleza deseable innovativa y que puede encajar por sus características dentro de este nuevo esquema del crowdfunding con fines de inversión.

El proyecto no es, per se, un concepto jurídico, aunque se encuentre recogido en una norma jurídica, según lo reconocen los autores, aunque no descartan que por su uso asiduo y específico, en conexión con fenómenos como el crowdfunding, no acaben adquiriendo matices y características jurídicas: “A juzgar por las diversas acepciones que tiene la voz “proyecto”, se trata de un término que designa conceptos extrajurídicos o metajurídicos, es decir, no jurídicos. Sin embargo, es imposible que este concepto introducido en una norma legal, en un precepto positivo, formando parte de su contenido ideológico, no termine por adquirir naturaleza jurídica, es decir que es imposible que, finalmente, no termine convirtiéndose en un verdadero concepto jurídico”.¹

En efecto, la LFFE, tanto en su preámbulo, como en el Título V en sí, trata con toda naturalidad de proyectos y promotores sin molestarse en definir su concepto y naturaleza jurídica, destacando en el primero, eso sí, dos características de los proyectos cuales son: su volumen más bien reducido y su alto potencial, unido a

(1) García Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financial Crowdfunding”, Valencia, Tirant lo Blanch, 2016, pag 252

su carácter arriesgado, por tratarse muchas veces de esquemas innovativos y alejados de rutinas.

Por su parte, ya en el cuerpo normativo de la LFFE, el art. 49, bajo el epígrafe Proyectos de Financiación Participativa, procede a describir las características que habrán de tener tales proyectos, no ya, evidentemente, en su complejidad tecnológica que trascendería el alcance de la Ley, sino en sus facetas operativas de contenido jurídico.

Así, nos indica que “los proyectos de financiación participativa, deberán:

- a) Estar dirigidos a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que, invirtiendo de forma profesional o no, esperan obtener un rendimiento dinerario.
- b) Realizarse por promotores, personas físicas o jurídicas, que solicitan la financiación en nombre propio.
- c) Destinar la financiación que se pretende captar exclusivamente a un proyecto concreto del promotor, que solo podrá ser de tipo empresarial, formativo o de consumo, sin que en ningún caso pueda consistir en:

1.- La financiación profesional de terceros y en particular la concesión de créditos o préstamos.

2. La suscripción o adquisición de acciones, obligaciones y otros instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado, en un sistema multilateral de negociación o en mercados equivalentes de un tercer país.

3. La suscripción o adquisición de acciones y participaciones de instituciones de inversión colectiva o de sus sociedades gestoras, de las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

d) Financiarse a través de algunas de las formas previstas en el artículo 50 de esta Ley.”

III. Formas de Financiación Participativa

Por su parte, el art. 50, sobre formas de financiación participativa, nos detalla las diversas maneras en que el inversor podrá participar en el desarrollo del proyecto en su vertiente exclusivamente financiera de integración en el capital:

“Artículo 50

Los proyectos de financiación participativa podrán instrumentarse a través de:

- a) La emisión o suscripción de obligaciones, acciones ordinarias y privilegiadas u otros valores representativos de capital, cuando la misma no precise y carezca de folleto de emisión informativo, al que se refieren los artículos 25 y siguientes de la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores. (Arts. 33 y siguientes del Texto Refundido R.D.L. 4/2015)

En este caso se entenderá por promotor a la sociedad que vaya a emitir los valores. Cuando en la financiación participen inversores no acreditados tal y como se definen en este título, los valores a los que se refiere este apartado no podrán incorporar un derivado implícito.

- b) La emisión o suscripción de participaciones de sociedades de responsabilidad limitada, en cuyo caso se entenderá por promotor a la sociedad de responsabilidad limitada que vaya a emitir las participaciones.”

Los proyectos de financiación participativa son, como hemos visto al reseñar los precedentes artículos 49 y 50 de la LFFE, el punto focal sobre el que gira la actividad de las plataformas de financiación participativa y que, como resultado de la misma, podrán en su día, caso de alcanzarse el objetivo de financiación requerida, convertirse en una inversión en masa en tales proyectos.

Al analizar el entramado jurídico que gira en torno a este elemento cardinal del proyecto, nos encontramos con una rica variedad de contratos que ligan a las

plataformas con los promotores, a aquellas, en su caso, con los inversores y siempre al servicio del negocio de mediación de la PFP para la formalización del contrato fundamental de financiación entre promotores e inversores.

Normalmente será el promotor, persona física o jurídica, el que contactará con las PFP, por el interés que aquél tiene en obtener los medios financieros para desarrollar su proyecto, pero será posible, en teoría, cuando quizás este tipo de crowdfunding alcance un mayor desarrollo y popularidad, el que sean los propios inversores los que formalicen contratos con las plataformas para que estas medien en la búsqueda de proyectos prometedores.

Centrándonos en el contenido y significado del proyecto, vemos que el art. 49, trata de definir netamente las líneas características de este, pues los promotores habrán de dirigirlo a un abigarrado colectivo de personas, sin distinguir entre físicas o jurídicas y lo que es más importante, sin excluir a aquellas que pudieran hacerlo de manera no profesional, por tratarse de individuos normalmente carentes de cultura financiera o sofisticación. Por otra parte, el elemento de posible o deseable obtención de lucro es, indudablemente, un elemento fundamental en esta variedad de crowdfunding.

Puesto que, como indica el art. 50-a) y b), al hablar de las formas en que se produce la financiación participativa, y citar prioritariamente la emisión o suscripción de acciones ordinarias y privilegiadas, obligaciones u otros valores o participaciones, según se trate del capital de sociedades anónimas o limitadas, y señalar taxativamente, que tales emisiones “no habrán de precisar y carecer del preceptivo folleto informativo”, exigido por la normativa del Mercado de Valores, los tratadistas concluyen resaltando que el proyecto se podría considerar, “mutatis mutandi”, como equivalente al folleto informativo en su oferta pública de valores. Así, “en efecto, no hay que olvidar que la financiación participativa ocupa en el conjunto del sistema financiero, el mismo o parecido nicho ecológico

que las ofertas públicas de valores, ya que, en definitiva, reviste las características de una oferta “in fieri” de apelación al ahorro público”.²

IV. El Contrato de Mediación entre el Promotor y las Plataformas de Financiación Participativa

Hemos venido insistiendo en que la relación de las plataformas con los protagonistas de la financiación participativa, promotores e inversores, es normalmente de estricta mediación o facilitación de la aproximación y relación jurídica entre ambos, hasta la feliz conclusión del negocio.

Ahora bien, este ejercicio de corretaje, tiene que nacer de un contrato entre el promotor del proyecto, o en ocasiones más raras, el inversor o grupo de inversores, con la PFP.

Tal contrato habrá de preceder al característico de inversión, siendo elementos personales como ya hemos avanzado, el promotor o inversor y la plataforma, teniendo como elemento real la realización por parte de las PFP, de los actos y gestiones para la formalización, en su caso, de los futuros contratos entre inversores y promotores.

Por su parte, los proyectos de financiación presentados por sus promotores tienen, como elementos reales del contrato, la solicitud de recursos monetarios, que se traducirán esencialmente en las formas de financiación participativa del art. 50, ya mencionadas anteriormente.

El destino de la financiación es medular como elemento real, pues debe aplicarse, conforme a lo previsto en la letra c) del art. 49, exclusivamente a un proyecto

(2) Ibidem, García Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financial Crowdfunding”, p. 256

concreto del promotor, que solamente podrá consistir en una actividad empresarial, formativa o de consumo.

Que los proyectos tengan como objetivo la realización de actividades empresariales de combinación de factores de producción: capital, tecnología y personas para la producción de bienes o servicios destinados al público, no presenta mayor dificultad, pues es el objetivo habitual de cualquier financiación.

La situación no es tan obvia en el segundo supuesto de “proyectos de tipo formativo”, pues choca que se singularice una iniciativa que queda normalmente englobada en el ámbito empresarial y que, además, deberá tener, con arreglo a la letra a) del mismo artículo 49, un carácter dinerario o lucrativo.

Tenemos, por fin, un tercer objeto social o destino del proyecto concreto del promotor, según se menciona en la letra c) del art. 49 de la LFFE, que es el tipo “de consumo”.

Como carecemos en estos momentos de una interpretación jurisprudencial o administrativa, del significado exacto de este término, suponemos que se refiere al párrafo 1º del mismo apartado c), que afecta a la concesión de créditos o préstamos a terceros, que no se incluye en este trabajo.

Necesitamos, pues, rodaje, experiencias contrastadas, para determinar con más precisión el alcance y contenido exacto de este tipo de proyectos.

V. Proyectos Excluidos

Más interés tiene el análisis de los proyectos que quedan fuera del alcance de la Ley y, por lo tanto, del crowdfunding de inversión. Es la misma letra c) del artículo 49 comentada, la que, sin preámbulos, establece la prohibición con lenguaje inequívoco, “sin que, en ningún caso, pueda consistir”.

El primer supuesto de prohibición, “la financiación profesional de terceros y concesión de créditos y préstamos”, tiene plena lógica, pues existe toda una normativa regulatoria que contempla tales actividades adscribiéndolas a la banca y empresas de servicios financieros, protegiendo los pasivos depositados por el público en la banca, o exigiendo garantías de capital y otros requisitos.

Al hablar del crowdfunding de inversión, el legislador está hablando de algo totalmente distinto y distante del mundo financiero clásico: se trata de allegar recursos financieros para PYMES, a ser preferentemente innovadoras o start-ups, no de ofrecer como coadyuvantes un subterfugio para burlar la severa regulación de los negocios bancarios y de financiación en general.

Por otra parte, no se entendería, que los limitados volúmenes de financiación contemplados en la LFFE y los sujetos inversores poco versados en estos temas, se pudieran constituir en una fuente extra para apuntalar el sistema financiero. En resumidas cuentas, supondría someter este medio de financiación en masa, a una absurda desnaturalización, bien alejada del propósito del legislador.

La segunda prohibición del art. 49 de suscripción o adquisición de acciones, obligaciones u otros instrumentos financieros, admitidos a negociación en mercados regulados secundarios o equivalentes, “bien en España o en el extranjero”, tampoco ofrece mucha explicación, pues es palmario que supondría, de nuevo, entrar por la puerta falsa en ámbitos cerrados, intensamente regulados, cuales son los de emisiones y ofertas públicas de valores o IPO.

Estas emisiones u ofertas requieren el cumplimiento de muy estrictos requisitos, tales como la preparación de folletos con detalles exhaustivos, que, precisamente, quedan excluidos en el crowdfunding, por sus exigencias regulatorias y costes excesivos, a fin de favorecer en lo posible su desarrollo.

Lo mismo puede decirse de los requisitos para la admisión de valores en un mercado organizado, con sus corolarios de rigurosos requisitos de información

contable, auditorías y transparencia en general. Por tanto, la prohibición comentada en los proyectos de crowdfunding tiene absoluto sentido.

Por último, se puede decir algo parecido de la tercera prohibición del apartado 3 del mismo art. 49, prohibiendo “la suscripción o adquisición de acciones y participaciones de instituciones de inversión colectiva, o sus sociedades gestoras, de las entidades de capital-riesgo u otras sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado y sus gestoras.”

Una vez más, tenemos que insistir en que de ninguna manera se trata de convertir a las plataformas y el sistema en general, en entidades financieras “bis” por la puerta falsa.

En cuanto a las formas de financiación participativa, nuestro propósito es estudiarlas con mayor detenimiento al tratar de las operaciones de inversión, excluyendo todo lo relativo a la financiación a través de préstamos, pues, como ya se indicó en la configuración de esta tesis, su objeto específico es la inversión en el capital de las sociedades, por medio de las que se llevará a cabo, en su caso, el proyecto del promotor.

Así pues, remitiéndonos al art. 50-1, ya detallado anteriormente y más en concreto, a las letras a) (emisión o suscripción de obligaciones, acciones ordinarias y privilegiadas u otros valores representativos del capital, según se caracterizan allí y b), emisión o suscripción de participaciones de sociedades de responsabilidad limitada, quisiéramos ahora detenernos específicamente en un último punto de la letra a), que merece un comentario singular.

VI. El Problema de los Derivados

En efecto, dicha letra a) establece que “cuando en la financiación participen inversores no acreditados, los valores a los que se refiere este apartado no podrán incorporar un derivado implícito”.

Como este lenguaje financiero ha entrado relativamente hace poco tiempo en la jerga financiera, y su significado tiene todavía algún matiz exótico o críptico, creemos oportuno detenernos para hacer algún comentario sobre su alcance y contenido y la razón de su exclusión de la inversión, a través del crowdfunding.

El concepto de derivados y su aparición y desarrollo en las dos últimas décadas del siglo XX, responde a la necesidad sentida por los operadores financieros de gestionar el riesgo, traspasándolo, si es posible, a terceros. Es una de las figuras surgidas al hilo del esfuerzo de innovación que demandan los mercados en un mundo global de múltiples operadores y creciente complejidad.

Es ya clásica la definición del Banco de Pagos Internacionales³, de que “los derivados son contratos financieros cuyo valor depende del valor de uno o más activos o índices subyacentes de referencia”.

El afán de los operadores económicos, por encontrar una seguridad jurídica, reduciendo o eliminando los riesgos de su negocio es universal y de todas las épocas, tan viejo como el hombre, en realidad. El mundo siempre ha sido un lugar precario o inseguro y la economía, la empresa, se ha tenido que enfrentar en sus insumos y producciones, en sus recursos financieros e importaciones y exportaciones a un grado mayor o menor de volatilidad.

Ya en 1936, el insigne economista John Maynard Keynes⁴, nos advertía de “la dificultad de realizar planes económicos a medio y largo plazo, debido a que el

(3) OTC Derivatives: Settlements, Procedures, Counter Party Risk Management; Report by the Committee on Payment and Settlement Systems and the Euro-Currency Standing Committee of the Central Banks of the Group of Ten Countries, Basle, September 1998, pag. 42

(4) Keynes, John Maynard: “General Theory of Employment, Interest & Money”, Londres, MacMillan, St. Martin’s Press for Royal Economic Society, 1973, pags 149 y s.

conocimiento de los factores que regirán el rendimiento de una inversión en los años próximos es frecuentemente muy escaso”. Esto lo decía Keynes después de la Gran Depresión de 1929.

Se podría argumentar que las innovaciones tecnológicas de las últimas décadas han paliado, con sus mejoras en la información en la era digital, las deficiencias que detectaba el gran economista, pero todos recordamos que nadie, o casi nadie, pudo anticipar tampoco y tomar medidas en consecuencia, el advenimiento de la Gran Recesión del 2008.

Los derivados y su motivación de desplazamiento de riesgos a terceros, nacieron sobre todo para aplicarse a los contratos a plazo (forward), en que las obligaciones asumidas por las partes quedaban demoradas en su cumplimiento a una fecha posterior. La volatilidad de intereses, cotizaciones de divisas, precios de mercancías o índices, requería el lenitivo de estos mecanismos asegurativos.

Las opciones, tanto de compra (call) como de venta (put), fueron un mecanismo más ágil y efectivo para cubrir esos riesgos subyacentes, mediante el abono de una prima. Los swaps o permutas financieras, suponen también una variante muy utilizada para el intercambio de posiciones ventajosas entre distintos operadores.

Hasta aquí, hemos comentado el marco general de estos instrumentos, que, como nos indica el profesor J.I. Sanz Caballero ⁵, “en sede de productos derivados financieros nos encontramos, por tanto, ante el desarrollo de una función redistributiva del riesgo a terceros, sin que tenga lugar por ello la desaparición del riesgo globalmente considerado, sino que sólo pasa a ser asumido por alguien dispuesto a hacerlo, circunstancia que ha favorecido la calificación de estos

(5) Sanz Caballero, J.I.: “Derivados Financieros”, Madrid/Barcelona, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2000, pags. 220-222

contratos como “juegos de suma cero”, pero sin que de ello quepa concluir que tales contratos no aportan valor añadido alguno al sistema financiero.”

Ahora bien, la pregunta que nos surge no es otra que la razón de esta prohibición, si bien parcial, en el crowdfunding de inversión.

Como ya mencionamos anteriormente, el art. 50-1 apdo. a), párrafo 2º, al hablar de prohibiciones a la financiación por crowdfunding, dispone explícitamente que, “cuando en la financiación participen inversores no acreditados tal y como se define en este título, los valores a los que se refiere este apartado no podrán incorporar un derivado implícito”.

Una vez estudiadas ya las características de los derivados, vamos a indagar las posibles razones de tal limitación, que afecta únicamente a las inversiones de accionistas no acreditados.

El profesor García-Pita nos brinda, de nuevo, un análisis luminoso, comparando un instrumento clásico de desplazamiento o asunción de riesgos por un tercero, cual es el seguro, e incidiendo en un elemento esencial de los contratos, en nuestro sistema normativo, como es la causa.⁶

Para el indicado autor “existen dos diferencias fundamentales entre el contrato de seguro y los contratos de derivados: una respecto al modo de llevar a cabo la traslación del riesgo y otra respecto al fin que se persigue en cada caso, con esa traslación de riesgo: En primer lugar en el seguro hay una mutualidad científicamente organizada que, por el contrario, falta en los contratos financieros derivados, los cuales, en cambio, se sirven de un sistema de juegos de suma cero.”

El citado experto prosigue en su análisis de la causa, insistiendo en que la traslación del riesgo al asegurador “no puede llevarse a cabo de cualquier modo,

(6) Ibidem, García Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financial Crowdfunding”, pags. 273-274

sino precisamente a través de un mecanismo asegurativo, es decir: por el cauce de la cobertura recíproca y mutualista entre todos los sujetos a un mismo riesgo”.

La normativa del seguro en nuestro ordenamiento jurídico, integrada fundamentalmente por la Ley 20/2015 ⁷, establece, entre otros, en sus arts. 5 y 16, la prohibición de las operaciones que “carezcan de base técnica actuarial”, exigiendo correlativamente que “las entidades aseguradoras tendrán la obligación d constituir y mantener, en todo momento, provisiones técnicas suficientes para el conjunto de sus actividades”.

Por el contrario, en los derivados financieros “Over the Counter” u OTC, los swaps, opciones, contratos de futuros y otros de esta modalidad, no existe la citada mutualidad, constituida a través de un conjunto de personas, incursas en análogos riesgos y que abonen determinadas primas, creando un acervo de capital que cubra, en su caso, los siniestros incurridos por alguno de los aseguradas.

Son pues “juegos de suma cero”, el beneficio de unos es el perjuicio de otros, aparte pues de la diferente arquitectura de uno y otro fenómeno, como nos ilustra, una vez más, García-Pita y Lastres, señalando la distinta finalidad de ambos.⁸

El desplazamiento del riesgo en el caso del seguro “está presidido por una estricta finalidad indemnizatoria”. En cambio, los derivados financieros “pueden servir para fines económicos de especulación, trading o de arbitraje.”

He aquí la auténtica motivación, o en términos estrictamente jurídicos la diferente y peligrosa causa de los negocios de derivados financieros arriba expuestos, la

(7) Ley 20/2015 de 14/07, 2015, Ordenación, Supervisión y Solvencia de las Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras en su acrónimo LO Supsol, EasReas

(8) Ibidem, García Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financial Crowdfunding”, pag 274

especulación, las apuestas arriesgadas, que, a pesar de contar con fervorosos partidarios por proporcionar liquidez o garantizar en sentido lato operaciones en principio lícitas, contribuyeron, junto con otros factores como la falta de adecuada regulación, a la debacle financiera de la Gran Recesión.

Estos riesgos, inherentes a la especulación son, precisamente, los que el art. 50-1, apdo. a) quiere evitar, cuando en la inversión del crowdfunding participen los mentados inversores no acreditados.

Concluye el mismo experto,⁹, insistiendo en que en el caso de la prohibición de derivados cuando se trate de inversores no sofisticados: “los valores que estos inversores no acreditados pueden llegar a suscribir o adquirir, en el marco de un proyecto promovido por una PFP, no deben comportar otros riesgos que los que son, por así decirlo, inherentes a ellos; los riesgos propios de las acciones o los propios de los valores obligacionarios, sin agravarlos con el riesgo que puedan añadir los derivados financieros.”

VII. Los Promotores

VII-1 Requisitos

Detrás de cada proyecto, entendido en general como una o varias de las acepciones mencionadas al inicio de este capítulo, como designio o pensamiento para ejecutar algún esquema o plan de cualquier trabajo, y, ya más aproximado al objeto de nuestro trabajo, como empresa o iniciativa económica, normalmente persona jurídica, PYME o startup, existen uno o varios promotores.

Tal empresa puede estar en fase operativa inicial o ya con algún grado de desarrollo, previendo dar algún salto cualitativo, si las circunstancias fuesen

(9) Ibidem, García Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financial Crowdfunding”, pags 276-277

propicias, bien por la bonanza de los mercados de venta o la facilidad de financiación

El legislador español se ha preocupado, en primer lugar, de requerir unos requisitos mínimos, que al par que delimitan el ámbito de aplicación de la LFFE, exigen unas condiciones de honorabilidad, en pos siempre de salvaguardar el interés público y sobre todo, la protección de los potenciales inversores.

Así, el art. 67 de la Ley establece:

“1. El promotor, persona jurídica, deberá estar válidamente constituido en España o en otro Estado miembro de la Unión Europea. En el caso de personas físicas, su residencia fiscal deberá estar en España o en otro Estado miembro de la Unión Europea.

2. Los promotores o socios de la entidad promotora, el administrador del promotor o los miembros de su Consejo de Administración, no podrán hallarse inhabilitados conforme a lo previsto en la Ley 22/2003 de 9 de Julio, concursal, o normativa equivalente de otros Estados miembros de la Unión Europea, ni podrán estar cumpliendo condena por la comisión de delitos o faltas contra el patrimonio, el blanqueo de capitales, o el orden socio-económico, la Hacienda Pública y la Seguridad Social”.

VII-2 Obligaciones a cargo de los Promotores

La primera obligación de los promotores es dar una información sobre de qué proyecto se trata.

Así, el artículo 70 dispone lo siguiente:

“El proyecto deberá contener, al menos una descripción del mismo de forma concisa y en un lenguaje no técnico, que proporcione la información necesaria para permitir a un inversor medio un juicio fundado sobre la decisión de financiación del proyecto”.

Por su parte, la LFFE se preocupa también de indicar en el artículo 73, la responsabilidad de los promotores por la información publicada:

“Los promotores serán responsables frente a los inversores de la información que proporcionen a la plataforma de financiación participativa para su publicación.”

Existen, por otra parte, una serie de requisitos o condicionamientos en relación con las acciones, participaciones u otros valores representativos del capital, conforme al art. 77, que contempla la idoneidad de los valores a emitir por la empresa promotora, todo ello con sujeción a lo dispuesto en la Ley 24/1988 de 28 de Julio, del Mercado de Valores y su texto refundido, RDL 4/2015, y en el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, Decreto Legislativo 1/2010.

Por su parte, el art.78, al tratar de la información sobre el promotor que emite valores, dispone:

“1. Los proyectos de financiación participativa instrumentados a través de una oferta de suscripción de acciones, participaciones u otros valores representativos de capital y obligaciones, contendrán, al menos, la siguiente información sobre el emisor:

- a) Descripción de la sociedad, de sus órganos sociales y del plan de actividades
- b) Identidad y curriculum vitae de los administradores y directores
- c) Denominación social, domicilio social, dirección del dominio de internet y número de registro del emisor
- d) Forma de organización social
- e) Número de empleados
- f) Descripción de la situación financiera
- g) Estructura del capital social y endeudamiento

2. En el caso de la emisión o suscripción de acciones, participaciones sociales u otros valores representativos de capital, también deberán constar los Estatutos sociales”.

Regula, por fin, el art. 80 de la Ley, como no podía ser menos, los derechos de los socios que habrán de figurar en los Estatutos:

“1. Los Estatutos sociales, o en su caso, el reglamento de la Junta de los promotores con carácter societario, que instrumenten sus proyectos de financiación participativa a través de una oferta de suscripción de acciones, participaciones u otros valores representativos de capital, deberán regular los siguientes derechos de los socios:

- a) Reconocerán el derecho de asistencia a la Junta por medios telemáticos, en los términos previstos en el art. 182 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital
 - b) Reconocerán el derecho de representación en la Junta General por cualquier persona
 - c) Establecerán que los pactos parasociales que tengan por objeto el ejercicio del derecho de voto en la Juntas Generales o que incidan de algún modo en la transmisibilidad de las acciones, participaciones sociales u otros valores representativos de capital, habrán de ser comunicados inmediatamente a la propia sociedad y por ésta al resto de socios.
2. Serán nulas las cláusulas estatutarias que vulneren lo dispuesto en este artículo.”

VII-3 Obligaciones a cargo de las Plataformas

a) Diligencia en la admisión e identidad del Promotor

La primera obligación de las plataformas es la de ejercer una estricta diligencia en la admisión y comprobación de la identidad del promotor.

En este sentido, el artículo 66 establece lo siguiente:

“1. La plataforma de financiación participativa deberá evaluar con la debida diligencia la admisión de proyectos de financiación y su adecuación a los requisitos establecidos en este capítulo.

2. La plataforma de financiación participativa deberá comprobar la identidad del promotor e identificarlo debidamente”.

b) Límites al Número de Proyectos e Importe Máximo de Captación

El artículo 68 dispone:

1. Las plataformas de financiación participativa se asegurarán de que ningún promotor tiene publicado simultáneamente en la plataforma más de un proyecto.

2. “El importe máximo de captación de fondos por proyectos de financiación participativa a través de cada una de las plataformas de financiación participativa, no podrá ser superior a 2.000.000 de euros, siendo posible la realización de sucesivas tandas de financiación que no superen el citado importe en cómputo anual. Cuando los proyectos se dirijan exclusivamente a inversores acreditados, el importe máximo anterior podrá alcanzar los 5.000.000 de euros.”

No contento con establecer límites estrictos cuantitativos, el legislador ha regulado, también, límites precisos temporales para cada proyecto de financiación y reglas para determinar las consecuencias del fallo en la obtención de los objetivos cuantitativos contemplados. El art. 69 es claro al respecto:

“1. Las plataformas de financiación participativa, se asegurarán de que para cada proyecto de financiación participativa se establezca un objetivo de financiación y un plazo máximo para poder participar en la misma.

2. Las plataformas de financiación participativa podrán establecer en sus reglas de funcionamiento que el objetivo de financiación y el plazo máximo a los que se refiere el apartado, pueden ser superados hasta en un 25 por ciento, siempre que se informe con carácter previo a la inversión de tal posibilidad y de los supuestos que dan lugar a la misma.
3. La plataforma de financiación participativa garantizará que el objetivo de financiación y el plazo máximo a los que se refieren los apartados 1 y 2, no sean superados.
4. Si no alcanzara el objetivo de financiación dentro del plazo temporal fijado, o, en su caso, superado de acuerdo con el apartado 2, se procederá a la evolución de las cantidades aportadas.
5. No obstante lo dispuesto en el apartado 4, las plataformas de financiación participativa, podrán establecer en sus reglas de funcionamiento que el proyecto recibe la financiación cuando se hubiere alcanzado al menos el 90 por ciento del objetivo de financiación, una vez descontada la participación en el proyecto que pudiera tener la propia plataforma, de acuerdo con el art. 63-1 y siempre que se informe con carácter previo a la inversión de tal posibilidad y de los supuestos que dan lugar a la misma”.

c) Información sobre el Proyecto y su Responsabilidad

En virtud del artículo 70-2, la PFP deberá publicar a su vez la descripción a que se refiere el mismo artículo 70-1, como obligación del promotor.

Respecto a la responsabilidad de las PFP en proporcionar tal información el artículo 71 dispone:

“1. Las plataformas de financiación participativa se asegurarán de que la información publicada en la plataforma sea completa conforme a lo previsto en este capítulo.

2. Las plataformas de financiación participativa publicarán toda otra información relevante que obre en su poder sobre el proyecto o los promotores.”

Por fin en este delicado tema del suministro de la información la LFFE incluye, en el artículo 72, obligaciones adicionales respecto de la información.

1. Si la plataforma de financiación participativa habilitase un canal de comunicación entre el promotor y los inversores potenciales, garantizará toda la información que se envíe a través de ese canal, sea accesible al resto de inversores potenciales, a través de su publicación en un lugar fácilmente visible de la página web de la plataforma.
2. Las plataformas de financiación participativa actualizarán en su página web diariamente el estado de participación en el proyecto, así como el porcentaje de la financiación que haya sido asumida por inversores que tengan la consideración de acreditados y por la propia plataforma. Una vez finalizado el plazo establecido para la inversión, la plataforma de financiación participativa deberá anunciarlo en el espacio de la página web reservado al proyecto correspondiente.
3. La información recibida y publicada sobre un proyecto, estará disponible para los inversores que hubieran participado en la misma de forma continuada en la página web durante un plazo no inferior a 12 meses desde el cierre de la captación de fondos.
4. Las plataformas de financiación participativa deberán poner a disposición de los inversores que se lo soliciten la información prevista en el apartado 1 en soporte duradero y durante un plazo no inferior a cinco años desde el cierre de la captación de fondos.

d) Información sobre la Oferta de Valores

En lo referente a información sobre la oferta de valores, según lo mencionamos como obligación del promotor en el artículo 78, las plataformas deberán a su vez publicar información sobre tales proyectos según lo dispuesto en el artículo 79:

“Las plataformas de financiación participativa, deberán publicar lo siguiente sobre los proyectos de financiación participativa, instrumentados a través de una oferta de suscripción de acciones, participaciones u otros valores representativos de capital y obligaciones:

- a) Descripción del tipo y clase de los valores ofertados y de existir el código de identificación del valor
- b) Una breve descripción de las características esenciales y los riesgos asociados en la inversión en los valores de que se trate
- c) Indicación de si los valores están representados en forma de títulos o de anotaciones en cuenta. En el primer caso se señalará la denominación de la entidad custodia. En el último caso se señalarán el nombre y la dirección de la entidad responsable de la llevanza de las anotaciones correspondientes. En ambos casos se indicarán las tarifas aplicables a estos servicios.
- d) Descripción de los derechos vinculados a los valores y su forma de ejercicio, incluida cualquier limitación de esos derechos. Se incluirá información sobre la amortización y remuneración de los valores o su forma de cálculo, cuando no sea posible publicarla con anterioridad, pactos de recompra y limitaciones a la venta.
- e) En su caso, las garantías aportadas”

El tema de la información sobre el proyecto a los inversores, es fundamental puesto que la transparencia o “disclosure”, es desde la promulgación en los Estados Unidos de la Securities Act de 1933, la clave engendradora de la confianza necesaria para operar en los mercados de valores.

Normalmente, la información sobre una emisión de valores dirigida a un núcleo amplio de potenciales inversores es objeto de un documento exhaustivo, denominado “el folleto”.

Este compendio de información sobre el emisor y sus circunstancias jurídicas y económicas, balances, cuentas de resultado, etc., y las características de la emisión concreta, tipo de acciones o participaciones, derechos inherentes, precio de colocación, etc., que constituye el folleto, es preparado por el propio emisor y objeto de inscripción en el registro correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el caso de España, o la Securities & Exchange Commission (SEC) en los Estados Unidos.¹⁰

En el caso del crowdfunding de inversión, nos encontramos ante la no exigencia o carencia de este folleto, según establece el art. 50 de la LFFE.

Para remediar esta omisión de folleto, la Ley encomienda a las PFP, la tarea cardinal de suministrar una información amplia y suficiente a los posibles inversores sobre las circunstancias relevantes del proyecto, incluyendo la identificación del promotor y las características de la emisión (arts. 51-1-b, 2-a y b), c), d) y e), que tratan de canales de comunicación entre inversores y promotores, análisis de proyectos y su nivel de riesgo, habilitación de canales de comunicación para que inversores y promotores se comuniquen entre sí, facilitación de modelos de contrato, información del promotor sobre evolución del proyecto y acontecimientos relevantes, respectivamente.

Ya indicamos anteriormente las limitaciones o prohibiciones de las PFP en lo relativo a invadir las competencias de las empresas de servicios de inversión o de depósito de fondos.

La Ley, en su empeño por velar por la protección de los inversores no acreditados incluye un Capítulo III titulado “Normas de Conducta”, cuyo artículo 60 enfatiza, en primer lugar, el deber de las PFP de cumplir las obligaciones de “neutralidad,

(10) Palá Laguna, Reyes, “Las Ofertas Públicas de Venta de Acciones (OPV)” Madrid, McGraw & Hill, 1997, pag. 163

diligencia y transparencia”, insistiendo en su apartado 3, de nuevo, en que la información a proporcionar a sus clientes, habrá de ser “clara, oportuna, suficiente, accesible, objetiva y no engañosa.”

Por su parte, el art. 61, al hablar de información general, pone el énfasis de nuevo, en la obligación de la PFP de advertir a los inversores de los riesgos de la suscripción de acciones y participaciones, incluyendo la pérdida total de la inversión y la falta de liquidez de la misma, no recepción de dividendos, dilución, no autorización ni suspensión de proyectos por la CNMV y otros.

Siguiendo con el tema medular de la información a suministrarse por las PFP, el art. 70-2, dispone que “la plataforma de financiación participativa deberá publicar la descripción a que se refiere el apartado anterior (descripción del proyecto a cargo del promotor de forma concisa y en lenguaje no técnico que permita al inversor un juicio fundado sobre su financiación). Corolario de lo anterior, es lo contenido en el art. 72, ya descrito.

e) La Coherencia en las Obligaciones de las PFP

Una interesante cuestión que se suscita, al hilo de conseguir una coherencia en el análisis de las distintas y exigentes obligaciones de las PFP en su labor de mediación o corretaje, especialmente en relación con los proyectos y promotores, es la de la supuesta contradicción entre algunos artículos y otros, que pueda conducir a confusión.

Así tenemos que en la sección 1ª del Capítulo IV de la LFFE, “Requisitos Generales”, al tratar de los promotores y los proyectos, se incluye en el art. 66, bajo el epígrafe de “Diligencia en la admisión y comprobación de la identidad del promotor, apartado 1, un deber básico y elemental a la vez de las plataformas, el de hacer un examen concienzudo sobre el proyecto concreto antes de ser admitido y objeto de publicación.

El arriba citado artículo, es claro en su exposición: “La plataforma de financiación participativa, deberá evaluar con la debida diligencia la admisión de proyectos de financiación y su adecuación a los requisitos establecidos en este capítulo”. Corolario de este deber, es el contenido en el apartado 2, del mismo artículo:

“La plataforma de financiación participativa deberá comprobar la identidad del promotor e identificarlo debidamente”.

A pesar de que todo lo antedicho es perfectamente coherente con la función mediadora y la connotación protectora de los inversores que e donde a través de la Ley, los estudiosos han querido salir al paso de posibles contradicciones entre esas funciones y ciertas limitaciones o incluso prohibiciones existentes en otros artículos.

El meollo de la cuestión apunta a las prohibiciones contenidas en el artículo 52 de la LFFE, y específicamente, aquella de no poder las PFP dedicarse al asesoramiento financiero, por ser esto una función reservada, según el apartado 1, a las entidades de servicios de inversión y de crédito.

La aparente contradicción del contenido de este artículo limitativo, con lo establecido en el citado art. 66, se puede dar singularmente con el apartado 2-b del art. 52, que es taxativo en disponer que “las plataformas de financiación participativa no podrán en ningún caso, realizar recomendaciones personalizadas a los inversores, sobre los proyectos de financiación participativa”.

Sin embargo, ante esta aparente contradicción, el profesor García-Pita y Lastres,¹¹ deja meridianamente claro que no hay tal contradicción entre la obligación de las PFP de “evaluar con la debida diligencia la admisión de proyectos de

(11) Ibidem, García Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financial Crowdfunding”, pag. 322

financiación y su adecuación a los requisitos establecidos, (art. 66), y la prohibición de “llevar a cabo recomendaciones personalizadas a los inversores“. (Art. 52-2,b).

Lo primero, es un deber de tipo jurídico-administrativo, una obligación de “hacer”, en el sentido de los arts. 1088 y 1089 del Código Civil”, de realizar un escrutinio minucioso, que en eso consiste la diligencia debida en el análisis de los proyectos sometidos, para crear un ambiente de confianza, al amparo del cual se pueda tomar con ciertas garantías, la decisión de invertir. En resumen, es un “fielato” prudencial en aras del interés general.

Por el contrario, la escueta prohibición del art. 52, 2-b, de “realizar recomendaciones personalizadas a los inversores”, implica necesariamente tomar partido por un proyecto en vez de otro, o, quizás, dirigirse a un inversor en vez de otro, entrando en pugna con las obligaciones de información completa e igualitaria prescrita por los arts. 64 y 72, de la Ley, entre otros.

Tomar partido por un proyecto sobre otro, habiendo ambos sido admitidos, tras la diligencia debida supondrían una quiebra de la necesaria objetividad y neutralidad de las PFP, ser fuente de corruptelas y amiguismos y en consecuencia, enemigos de la necesaria confianza.

VIII. La Protección de la Propiedad Industrial e Intelectual y el Crowdfunding

Los promotores de proyectos que buscan el tipo de financiación en masa propio del crowdfunding de inversión, tratan, por supuesto, de seducir a los potenciales inversores ofreciendo información sobre el proyecto, susceptible, por su novedad e ingenio, de ser objeto de propiedad industrial o intelectual.

La revelación de ciertos detalles, en un rasgo de confianza en los posibles financiadores y de la seriedad del proyecto a la vez, puede ser objeto de abusos

facilitando a terceros claves del éxito o potencial desarrollo de un producto o servicio.

Esta posibilidad de ventajismo por parte de competidores, ahorrándose multitud de esfuerzos y costosos procedimientos, quizás, es algo que puede disuadir a promotores honestos de recurrir al crowdfunding. Tratar de cubrirse de este riesgo parece prudente, en aras de la necesaria seguridad jurídica.

La LFFE no ha previsto este riesgo, pues solamente se limita, por ejemplo, en el art. 70, a disponer que el proyecto deberá contener una descripción del mismo, “de forma concisa y en lenguaje no técnico”, para que el posible inversor pueda hacerse una composición de lugar sobre si arriesga sus ahorros o no.

Como dice Juan Lucas Valero,¹² ante este escenario de incertidumbre, el promotor se pregunta: “¿Qué puedo contar sobre mi proyecto? ¿Cómo de concisa debe ser mi descripción? ¿Hasta dónde llega la información necesaria para que el inversor decida financiar mi proyecto? ¿Y si proporciono la información y me copian mi idea?”

Ofrece, a continuación, el experto, algunas posibles soluciones o medidas precautorias que el promotor puede poner en práctica, en defensa de sus derechos.

Si bien, quizás, no es oportuno aquí el estudio sistemático de los distintos tipos de propiedad industrial o intelectual y la peculiar manera de su protección singular en el ámbito del crowdfunding, si queremos esbozar al menos algunas ideas útiles al respecto sobre las expresiones más relevantes de ambas propiedades.

(12) Lucas Valero, Juan: “La Protección de Proyectos de Crowdfunding”, en “Crowdfunding Aspectos Legales, Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González Serrano, (coord.), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2016, pags. 420

VIII-1 Propiedad Industrial

Puesto que el enfoque de este trabajo es la inversión en PYMES, comentaremos primero sucintamente las posibles maneras, algunas establecidas en leyes nacionales o convenios internacionales y otras, por medio de cláusulas contractuales para la legítima protección de la propiedad industrial del promotor.

La forma más segura de protección de la propiedad industrial, es, obviamente, la de la obtención de una patente, conforme a la Ley 24/2015 de 25 de Julio.

Según esta disposición, solamente serán patentables “las inversiones nuevas que impliquen actividad inventiva y sean susceptibles de aplicación industrial”. Son tres, por tanto los requisitos: novedad, actividad inventiva y aplicación industrial. La actividad inventiva, que es un concepto más escurridizo que los otros, la podríamos incluir dentro de la expresión “flash of genius” de los autores anglosajones.

La protección de patentes, que sabemos que es temporal, 20 años desde la fecha de solicitud, es robusta y debido a sus características de novedad, en primer lugar, requiere el que el promotor la obtenga antes de publicar el proyecto la PFP.

Los modelos de utilidad, complementarios a las patentes cuyos requisitos son análogos, pero con una actividad inventiva menor son, también, protegibles mediante inscripción en el Registro de Patentes, pero con un alcance temporal menor de 10 años improrrogables.

Los secretos industriales que pueden o no referirse a materias patentables, pero que se excluye, en su caso, solicitar la patente por diferentes razones, son quizás los más frecuentes en el caso de crowdfunding de inversión, por tratarse de pequeñas empresas. El rechazo a solicitar la patente, puede deberse a que el promotor no quiere incurrir en los costes que conlleva, o bien por la divulgación necesaria al pasar al dominio público al vencimiento del plazo.

Aunque los secretos industriales no patentados encuentran su cauce de protección dentro de la Ley de Competencia Desleal de 1991, de 10 de Enero y especialmente su art. 13, que considera la divulgación de tales secretos, sin autorización de su titular, como acto desleal con sus correspondientes repercusiones sancionadoras, el promotor debe asegurar su protección en el ámbito contractual.

En efecto, lo que normalmente se lleva a cabo es la inserción en los contratos de licencia u otros que requieren la revelación de secretos, de cláusulas protectoras, con expresión de penalidades concretas y proporcionadas a la gravedad de la divulgación no autorizada. Se utiliza igualmente a veces, la llamada “carta de confidencialidad” con análogos efectos.

Los diseños, dibujos o modelos, muy frecuentes en el ámbito de la moda, son también objeto de protección al amparo de distinta normativa de la UE.¹³ Este reglamento, que ampara a los dibujos o modelos que cumplen con el requisito de novedad, prevé la posibilidad de registro o no de estos elementos con distinto lazo de protección (5 o 3 años respectivamente).

El derecho fundamental del promotor cuyo proyecto es objeto de publicación por la PFP, del crowdfunding, es el de impedir copias de sus diseños, dibujos o modelos, desde el momento en que se divulgó a los inversores a través de la plataforma, por los períodos antes indicados, según estén o no registrados.

VIII-2 Propiedad Intelectual

Según el art. 10 de la vigente Ley, R. Decreto Legislativo 1/1996 de 12 de Abril, son objeto de propiedad intelectual todas las creaciones originales ya sean

(13) Reglamento 6/2002 del Consejo Comunitario de 12 de Diciembre, modificado por el N° 1891/2006 del Consejo para adhesión CE al Acta de Ginebra y al arreglo de La Haya.

literarias, artísticas o científicas, expresadas por cualquier medio o soporte, tangible o intangible, actualmente conocido o que se invente en el futuro.”

El artículo contiene, a continuación, una extensa lista de creaciones, desde libros y folletos, impresos o epistolarios, a programas de ordenador, pasando por películas, proyectos o diseños arquitectónicos, obras fotográficas y pinturas, esculturas y mapas y diseños topográficos.

El art. 11, por su parte, complementa el ámbito de protección incluyendo traducciones, adaptaciones, compendios o resúmenes, arreglos musicales y cualquier otra transformación de una obra literaria artística o científica.

El objeto de la protección de esta norma no son las ideas sino la forma o expresión de las mismas. La mayoría de las ideas son universales y eternas y nunca pueden ser objeto de exclusividad, son el modo, la forma en que se expresan en un soporte determinado, artístico, científico y profesional, las que merecen protección.

A diferencia de la propiedad industrial antes comentada, y, específicamente las patentes y modelos de utilidad que requieren un registro previo para que el inventor goce de sus derechos exclusivos de utilización, las obras de propiedad intelectual no requieren el pertinente registro. No obstante, pueden hacerlo, pero es opcional.

Al no depender los derechos del creador de tal inscripción, se plantea el problema de como preservar sus derechos como autor, tanto los de carácter moral como los específicamente patrimoniales, de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación.

La inscripción en el Registro General de Propiedad Intelectual, regulado por el Reglamento del Registro de la Propiedad Intelectual, aprobado por el Real Decreto 281/2003 de 7 de Marzo, es una prueba especialmente valiosa sobre la autoría de la obra.

El art. 1, bajo el epígrafe “Objeto del Registro”, dispone que “tiene por objeto la inscripción o anotación de los derechos relativos a las obras, actuaciones o producciones protegidas por el texto refundido de la Ley de Propiedad Intelectual, Decreto Legislativo 1/1996 de 12 de Abril, y por las restantes disposiciones legales y tratados internacionales ratificados por España, relativos a la protección de la propiedad intelectual.”

Aparte de la prueba calificada de inscripción en el Registro de la Propiedad Intelectual, aún no siendo estrictamente necesario, existen otros medios como el de formalizar ante fedatario público un acta en la que se describan las creaciones literarias, artísticas o científicas, de las que sea autor una persona determinada.

Como en todo documento público, este acta hará prueba, aun contra tercero, conforme al art. 1218 del Código Civil, “del hecho que motiva su otorgamiento y la fecha de éste.”

Además de describir el contenido de la obra en cuestión, es fundamental, también, acreditar la fecha de su existencia, a fin de detectar plagios o apropiaciones subsiguiente, asegurando el derecho prioritario de su autor.

Si se quiere, por último, economizar gastos, se podría en último término recurrir al autoenvío, esto es, el envío por correo certificado o burofax de una copia de la obra al mismo creador de la misma.

Otra manera adicional de proteger los derechos de propiedad intelectual, muy utilizada sobre todo en artículos de prensa, es la prevista en el art 146 del texto refundido de la Ley, reservando, por ejemplo, normalmente, los derechos mundiales de prensa, en todas las lenguas a una persona o entidad determinada. Es lo conocido como el “copyright”.

Esta fórmula, como bien expone Juan Lucas Valero ¹⁴, es básicamente un aviso a terceros de tal reserva de derechos evitando pretendidas excusas de ignorancia o desconocimiento de derechos ajenos protegibles.

El mismo autor nos indica que la reserva de derechos a través del copyright, “cobra especial importancia para que los titulares obtenga la protección de sus derechos de autor en aquellos Estados que no sean firmantes del Convenio de Berna para la Protección de las Obras Literarias y Artísticas, del 9 de Septiembre de 1886, revisado en distintas ocasiones, siendo la última del 28 de Septiembre de 1979”.

El depósito en “escrow” con una persona de confianza, fedatario público, institución financiera, etc., es otro de los mecanismos de prueba, en virtud del cual se pueden asegurar la existencia de obras y sus fechas. Igualmente también, en virtud de las instrucciones dadas por el autor al depositario, pueden determinar subsiguientes beneficiarios o titulares de tales derechos, impidiendo interrupciones, ausencias temporales de propietarios, disputas entre herederos y otros, facilitando la continuidad de la explotación.

VIII-3 Una Reflexión sobre la Protección de la Propiedad Industrial e Intelectual en el Crowdfunding. Riesgos del Promotor.

Tras realizar este recorrido por un campo tan complejo y susceptible de infracciones de derechos, plagios y apropiaciones indebidas del esfuerzo ajeno, tanto en lo referente a la propiedad industrial como a la intelectual, debemos detenernos para hacer algunas reflexiones sobre su impacto en este novísimo fenómeno del crowdfunding, que probablemente estuvo en la mente del

(14) Ibidem, Lucas Valero, Juan: “La Protección de Proyectos del Crowdfunding”, pags. 423-424

legislador en la preparación y publicación de la normativa mencionada. Como ya comentamos en páginas anteriores, la LFFE en su art. 70, prescribe la información mínima que el promotor del proyecto, que solicita por financiación a esa pluralidad de personas que representa el crowdfunding. El artículo es escueto en su enunciado, exigiendo que se proporcione “una descripción concisa y en lenguaje no técnico” de manera que cualquier potencial inversor, incluso evidentemente los no acreditados, pueda tener elementos suficientes de juicio para tomar, en su caso, la decisión de invertir en tal proyecto.

El promotor se encuentra pues con el dilema de ser demasiado conciso o prudente y limitarse a generalidades en lenguaje más bien críptico, o, por el contrario y en su afán de convencer al inversor de las bondades de su idea y su desarrollo, ofrecer información sensible y atractiva, con el riesgo de que sea utilizada torticeramente por terceros.

A lo largo de la exposición precedente, hemos desgranado un conjunto de cautelas o medidas precautorias, primero para proteger ideas o procedimientos nuevos y susceptibles de patente o modelos de utilidad al contar con los tres elementos exigidos en la normativa de novedad, actividad inventiva con o sin el “flash of genius” antes mencionado y la aplicación industrial.

La patente, pues, y el simple registro en el organismo pertinente, protegerían al promotor dentro de los límites temporales establecidos.

Los secretos industriales presentan una problemática diferente pues, por definición, carecen de inscripción en registro. Por otra parte, la solución contractual de las cláusulas o cartas específicas de confidencialidad, nos parecen de difícil o imposible formalización. No olvidemos que el proyecto es publicado por la PFP y dirigido, en principio, a un amplio colectivo que deberá ser convencido de su interés, revelando quizás detalles atractivos, capaces de persuadirle de la inversión.

La Ley de Competencia Desleal (Ley 3/1991 de 10 de Enero), en su Art. 13, contempla la posibilidad de ejercicio de las acciones por posible divulgación, que podría actuar como paliativo, pero tampoco nos parece muy convincente.

En cuanto a la protección de la propiedad intelectual y derechos de autor, ya dijimos, que aquella ampara, no las ideas sino su expresión, la forma en que el creador expresa la misma en un amplio abanico de soportes. La normativa en este caso es más laxa, no exigiendo la inscripción en el registro pertinente, pero permitiendo, no obstante, su inscripción en el Registro de la Propiedad Intelectual, constituyendo entonces una prueba especialmente calificada de su autoría.

Reseñamos también antes, otras formas de probar la autoría de la obra, a través de notaría, autoenvío o por el depósito en “escrow” u otros procedimientos más o menos ingeniosos o rocambolescos.

Esta gama de estrategias procedimentales para defender los legítimos derechos de los creadores o inventores, podrían quizás utilizarse en muchos de los casos en el crowdfunding, salvo seguramente si se trata de secretos industriales, por su propia especificidad.

De esta manera, concluimos, podrá, en la mayoría de los casos, cumplirse por parte del promotor y su proyecto, la exigencia del art. 70 de la LFFE, de proporcionar la información “concisa y en lenguaje no técnico” requerida. La consigna, sin embargo, deberá ser: información sí, pero con cautelas y precauciones.

Como nos explica de nuevo el experto, J. Lucas Valero,¹⁵ a la hora de convencer a los potenciales inversores, el hecho de que los promotores hayan sido los

(15) Ibidem, Lucas Valero, Juan: “La Protección de Proyectos del Crowdfunding”, pag. 436

primeros en invertir tiempo y dinero en registros o depósitos en fedatarios para asegurar el proyecto, da seriedad al empeño y aumenta la necesaria confianza en el mismo.

VIII-4 Riesgos de los Inversores sobre Titularidad, Propiedad Industrial e Intelectual del Promotor

Hasta ahora hemos descrito los riesgos y posibles métodos de cobertura en lo referente a la propiedad industrial e intelectual que el promotor puede experimentar ante la publicación por la PFP de sus proyectos de cara a conseguir financiación a través del crowdfunding, pero hay otro aspecto que se debe considerar, esta vez en lo que respecta al potencial inversor.

Así, habría también que tener en cuenta que el promotor, quizás, no fuese efectivamente el titular de las patentes o modelos, o de utilizar los diseños o la propiedad intelectual de las obras artísticas o científicas, objeto del proyecto.

Estas circunstancias, de posibles infracciones de la propiedad industrial, licencias de explotación falsas o caducadas, plagios más o menos flagrantes, etc. pueden tener consecuencias potencialmente considerables.

Ante este tipo de irregularidades o claros delitos o infracciones, la actitud del posible inversor debe ser de cautela, exigencia de pruebas convincentes, garantías del promotor y en resumen, un riguroso proceso de diligencia debida.

Un caso relativamente frecuente en el mundo de las startups o empresas innovadoras, es el de la disputa sobre la autoría de programas de software, desarrollados en el ámbito de una empresa por empleados concretos, según lo atestiguan expertos como Aitor Zubizarreta Gorostiza y Carlos Polo.¹⁶ Según

(16) Zubizarreta Gorostiza, Aitor y Polo, Carlos: Seminario sobre “Asesorando a Startups”, Centro de Estudios, Colegio de la Abogacía de Bizkaia, 21-22 de Mayo, 2018.

ellos, existe un consenso en que, salvo pacto en contrario, los derechos de autor sobre tales programas de software, tan fundamentales muchas veces en las empresas tecnológicas, pertenecen a la empresa en la que trabaja el experto en cuestión.

No obstante, es un punto a tener en cuenta por el posible inversor que, de otra forma, podría ser luego objeto de demandas o amenazas de terceros, con el consiguiente incordio y gastos en tiempo y recursos.

Este asunto y otros, serán objeto de análisis extenso en el próximo capítulo sobre los procesos de inversión.

IX. Proyectos Exitosos y Fallidos

Hemos analizado hasta ahora, la normativa española aplicable a los promotores y sus proyectos, según lo dispuesto en la LFFE, distinguiendo entre los requisitos que deben reunir aquellos, con especial énfasis en la información relativa al proyecto, los requisitos aplicables a las acciones, participaciones u otros valores emitidos, información sobre el promotor que emite valores y los requisitos de los Estatutos sociales de los promotores.

También hemos procedido a resaltar las obligaciones asumidas por las plataformas de financiación participativa, especialmente la de diligencia debida en la admisión y comprobación de la identidad del promotor, rigor en la comprobación y observancia de los límites en el número de proyectos que un promotor dado tiene publicado simultáneamente en la misma plataforma, y el importe máximo de captación de fondos por proyecto, según se trate de proyectos dirigidos exclusivamente a inversores acreditados o inversores en general.

La plataforma deberá, igualmente, asegurarse del debido respeto a los límites legales de tipo temporal y cuantitativo de los proyectos, así como cumplir las obligaciones adicionales respecto a la información, en el supuesto de haber

habilitado un canal de comunicación entre el promotor y los inversores potenciales.

Las PFP habrán, también, de publicar la información requerida sobre los proyectos de financiación participativa instrumentados a través de una oferta de suscripción de acciones, participaciones u otros valores representativos de capital y obligaciones.

Analizado pues todo este entramado teórico, puede ser útil hacer algunas reflexiones sobre el por qué del éxito de algunos proyectos y del correlativo fracaso de otros. Como careemos en España todavía de claros parámetros o registros suficientes en esta materia, hemos procedido a investigar antecedentes al respecto en países en que las plataformas de financiación participativa, llevan ya más de 10 años de experiencia y pueden, por tanto, ofrecer explicaciones empíricas relevantes.

Es interesante observar la experiencia australiana, cuya plataforma “Australian Small Scale Offering Board”, en acrónimo ASSOB, es una de las más activas en el mercado global, pues puede suministrar datos desde el 2006, que ofrecen considerable interés.¹⁷

En efecto, según la ASSOB, que ha publicado y tutelado cientos de emisiones de valores a través de internet en el crowdfunding, uno de los factores que influye más en el éxito de una de estas emisiones de capital, es el del mayor o menor grado de certeza o seguridad jurídica ofrecida por el promotor, el nivel de riesgo y los puntos fuertes de la empresa, la estructura de capital, el modelo del negocio, los balances y cuentas de resultado, los análisis del mercado, las patentes y otros

(17) Australian Small Scale Offering Board (ASSOB)
https://en.wikipedia.org/./Australian_Small_Scale_Offerings_Board.

elementos de propiedad intelectual o industrial, los premios y distinciones recibidos y los recursos humanos comprometidos en el negocio.

El capital humano es también un elemento clave en el buen resultado de muchos proyectos. El que la startup cuente con varios titulados, graduados en escuelas prestigiosas de negocios, un consejo de administración, en su caso, integrado por gente cualificada y unos ejecutivos conocidos en los medios industriales y o financieros, son un plus, tanto por sus credenciales profesionales como por formar parte de redes de influencia (networking). El que el negocio en cuestión haya atraído a ejecutivos o consejeros prestigiosos especialmente no ejecutivos, se considera una señal de las posibilidades a futuro de la empresa.

El hecho también, de que los fundadores, conserven después de la operación de crowdfunding una porción de capital significativa, crea, igualmente, un clima de confianza en la empresa y anima consiguientemente a realizar la inversión, siempre que tal paquete accionario original no constituya un elemento de control excesivo de la empresa, que pueda marginar efectivamente a los accionistas minoritarios.

La posibilidad de que exista una salida de la inversión a través de una más o menos próxima oferta pública de valores (IPO) con interesantes plusvalías, es también a veces, un poderoso incentivo para el buen éxito de la emisión.

Factores que influyen en el éxito del crowdfunding de inversión, son los relacionados con el momento de la emisión, si los mercados o los accionistas, más o menos sofisticados, o los llamados “ángeles”, tienen razonables expectativas de beneficios o plusvalías a corto o medio plazo. Es sintomático el declive o casi desaparición de esta inversión durante los momentos más críticos de la Gran Recesión (2008-2009).

El grado de conocimiento o notoriedad de una startup, en un determinado mercado, y los lazos con sus fundadores o ejecutivos, no solo profesionales sino

incluso afectivos o identitarios, de nacionalidad, tendencias políticas, procedencia, en definitiva confianza en el proyecto y los promotores, pueden ser, sin duda, factores positivos para tomar una decisión de inversión.

CAPITULO QUINTO

PROTECCION DEL INVERSOR

SECCION PRIMERA: ASPECTOS LEGALES

I. Antecedentes y Tipos de Inversores

Como ya se comentó al comienzo de este trabajo, fue la JOBS Act de 2012 de los Estados Unidos, la que en su Título III abrió la puerta de la inversión en valores a cualquier tipo de inversores.

En efecto, hasta entonces, y en virtud de la Securities Act de 1933, texto básico de los mercados de valores de repercusión mundial, el acceso a tales mercados quedaba restringido, por su complejidad y costes, a las entidades con recursos cuantiosos tanto en activos netos como en ingresos. Estos inversores tenían la condición de “acreditados” o sofisticados.

Existía también la posibilidad de adquirir valores para aquellas personas que por su relación sustancial con los emisores o intermediarios, gozaran de un trato singular. En resumen, la inversión en valores tenía un matiz netamente restringido y alejado del común del público.

Se podrá alegar, con fundamento, que la citada legislación y sus desarrollos sucesivos, tal y como se han configurado y gestionado en el día a día por la Securities & Exchange Commission (SEC) y los tribunales norteamericanos, tenía como fin resguardar o proteger al público no versado en temas financieros, ante los riesgos de fraude o prácticas abusivas.

Con el tiempo, el entramado de reglamentaciones fue haciéndose más denso y complicado, lo cual suponía sustanciales costes burocráticos y demoras al exigir informes de expertos legales y contables, tanto en el momento de la emisión y

adquisición como a lo largo de la vida del valor, imposibles de asumir por el potencial inversor común.

Esta barrera ha sido derribada, si bien con cuidado y mesura, por el indicado Título III de la JOBS Act, que ha franqueado la entrada a los pequeños inversores no sofisticados, democratizando la participación con sus limitados recursos, en aras de llenar, sobre todo, el llamado “gap” financiero de las pequeñas y medianas empresas.

En suma, la conjunción de esta apertura a la masa de inversores, con la revolución tecnológica de internet que facilita el acceso, ha propiciado el fenómeno del crowdfunding, no solo en sus modalidades de donación o recompensa, sino también en esta faceta de aportación de recursos de capital de forma masiva a las pequeñas y medianas empresas.

El mecanismo utilizado que permitió en los Estados Unidos este gesto revolucionario, ha sido la introducción de una excepción al laberíntico proceso de registro establecido por la Securities Act, sus profusos reglamentos y normativa de desarrollo en general.

Esta “crowdfunding exemption”, permite a los inversores en general, no solo a los sofisticados o acreditados, adquirir valores de startups y pequeñas empresas, a través de plataformas especializadas o intermediarios profesionales.

La “exemption” citada, se ha integrado como la sección 4 (a) (6) de la Securities Act. Esta nueva sección, en línea con la prudente y severa tutela ejercida por los organismos regulatorios estadounidenses, limita el importe del capital o recursos propios que una entidad puede obtener del mercado a través del crowdfunding de inversión a la cifra de 1.070.000 dólares, en el plazo de un año.

Se establecen límites, igualmente, a la cantidad de dinero que los tan protegidos inversores no acreditados, pueden invertir. Estos límites están basados, como siempre, en el patrimonio neto e ingresos del potencial inversor lego en finanzas.

La trayectoria de los sistemas normativos globales, incluyendo como no podía ser menos, la española, ha seguido una evolución paralela a la de los Estados Unidos, haciendo asequible, con cautelas, la inversión en valores al público en general, especialmente a través del mecanismo propio del crowdfunding.

II. Normativa Española – La Ley 5/2015 de 27 de Abril de Fomento de la Financiación Empresarial – “LFFE”

Como ya hemos mencionado en numerosas ocasiones en este trabajo el Título V de esta ley regula por primera vez el crowdfunding, si bien de manera parcial, por referirse solo a la modalidad de inversión, según indicamos al comentar su preámbulo y texto correspondiente.

Ya en el cuerpo de este texto legal, nos encontramos con el artículo 81 del Título V, Capítulo V, “Protección del Inversor” que, bajo el epígrafe “Tipos de Inversores”, establece:

“1. Los inversores podrán ser acreditados o no acreditados

2. En el caso de proyectos a los que se refiere el artículo 50.1.b) y c) de esta Ley, tendrán la consideración de inversor acreditado:

a) Las personas físicas y jurídicas a las que se refieren las letras a), b) y d) del artículo 78 bis 3 de la Ley 24/1988, de 28 de Julio del Mercado de Valores. (Hoy, Texto Refundido R.D. Legislativo 4/2015, art. 206

b) Los empresarios que individualmente reúnan, al menos, dos de las siguientes condiciones:

1. Que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 1 millón de euros

2. Que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 2 millones de euros

3. Que sus recursos propios sean iguales o superiores a 300.000 euros

c) Las personas físicas que cumplan con las siguientes condiciones:

1. Acreditar unos ingresos anuales superiores a 50.000 euros o bien un patrimonio financiero superior a 100.000 euros

2. Solicitar ser considerados como inversores acreditados con carácter previo y renunciar de forma expresa a su tratamiento como cliente no acreditado.

La admisión de la solicitud y renuncia deberá realizarse conforme a lo dispuesto en el art. 84 y quedará condicionada a que la plataforma de financiación participativa efectúe la adecuada evaluación de la experiencia y conocimientos del cliente y se asegure de que puede tomar sus propias decisiones de inversión y comprende sus riesgos

d) Las pequeñas y medianas empresas y personas jurídicas no mencionadas en los apartados anteriores, cuando cumplan lo dispuesto en el número 2º del apartado anterior.

3. Además de las personas anteriormente citadas, también tendrán la consideración de inversor acreditado las personas físicas o jurídicas que acrediten la contratación del servicio de asesoramiento financiero sobre los instrumentos de financiación de la plataforma, por parte de una empresa de servicios de inversión autorizada.

4. Todo inversor que no cumpla con lo dispuesto en los apartados 2 y 3 de este artículo tendrá la consideración de no acreditado

5. Los inversores acreditados según las letras c) y d) del apartado 2 de este artículo, que no proporcionen financiación a un proyecto de la plataforma de financiación participativa en el plazo de doce meses, perderán la condición de

acreditados, si bien podrán recuperarla cuando cumplan con los requisitos establecidos en las referidas letras. Igualmente, perderán la consideración de acreditados cuando lo soliciten por escrito.”

Como hemos visto, el artículo transcrito incluye en su apartado 2, entre los inversores acreditados, aquellos que participen en los proyectos a que se refiere el artículo 50.1.b) y c) de la ley comentada.

Este artículo menciona entre las formas de financiación participativa, en su apartado 1.b) “la emisión o suscripción de participaciones de sociedades de responsabilidad limitada, en cuyo caso se entenderá como promotor a la sociedad de responsabilidad limitada que vaya a emitir las participaciones”.

Así pues, en virtud de esta disposición, todos los socios de tales sociedades limitadas tendrán la consideración de inversores acreditados a estos efectos, siempre que se trate de las personas físicas y jurídicas a que se refieren las letras a), b) y d) del art. 78 bis 3 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores. (Hoy, Texto Refundido del R.D. Legislativo 4/2015, art. 206)

Este artículo se refiere a los clientes de las empresas de servicios de inversión, especialmente a los que tengan la consideración de clientes profesionales por su experiencia, conocimientos y cualificación para tomar sus decisiones de inversión y percibir certeramente los riesgos.

En particular, tendrán tal condición, entre otros, según el párrafo a), las entidades financieras reguladas, sean de la UE o no, encabezadas por las entidades de crédito y seguidas de las empresas en general de servicios financieros, incluyendo las compañías de seguros.

Conforme al párrafo b), gozarán naturalmente de tal condición, los Estados, Bancos Centrales, incluyendo el Banco Mundial, FMI, BCE y otros similares.

Por fin el párrafo d), incluye también como clientes profesionales, a los inversores institucionales, no expresamente mencionados en el párrafo a) citado, que se

dediquen habitualmente a la inversión en valores u otros instrumentos financieros. Este párrafo afecta, singularmente, a las entidades de capital riesgo y sus gestoras.

Al hablar del especial caso de la solicitud de ser considerado como inversor acreditado y su eventual renuncia, el citado artículo 81-2º se refiere en su “modus operandi” al art. 84 de la LFFE, que bajo el epígrafe “Expresiones del Inversor”, trata de que todo inversor acreditado, manifieste, antes de operar por primera vez, que se le ha avisado que en tal condición queda expuesto a mayores riesgos, contando con menor protección que el inversor lego en finanzas. Tales declaraciones de asunción de riesgo, serán más adelante explicitadas y podrán llevarse a cabo tanto manuscritamente como a través de canales electrónicos o telefónicos.

Es oportuno, igualmente, consignar la obligación contenida en el apartado 4, del mismo artículo 84, de mantener por parte de la PFP, el registro, tanto de expresiones electrónicas como telefónicas, por un período de al menos cinco años.

II-1 Límites a la Inversión en proyectos publicados en plataformas de financiación participativa.

Como se ha repetido reiteradamente en nuestro estudio, la LFFE tiene un claro propósito protector de los potenciales inversores ayunos de conocimientos financieros y considerados, por tanto, como no acreditados.

Esto se refleja, entre otros, en artículos como el 82, que consagra ciertas limitaciones, en la inversión de tales personas, que aún pudiendo ser tachadas de paternalistas, cumplen una función cautelar saludable, sobre todo si uno las ubica en un tiempo y lugar como el existente en España en aquel tiempo.

En efecto, en el 2015 resonaban ominosamente los ecos de los abusos cometidos por diversos agentes económicos respecto a las llamadas “participaciones

preferentes”, “cláusulas suelo”, salidas a bolsa espurias y otras, dentro del casi apocalíptico telón de fondo de la Gran Recesión, la quiebra de la mayoría de las Cajas de Ahorro y su rescate a cargo del contribuyente, etc...

Así, el artículo 82, sobre límites a la inversión en proyectos publicados en plataformas de financiación participativa, dispone:

“1. Las plataformas de financiación participativa se asegurarán de que ningún inversor no acreditado

- a) Se comprometa a invertir o invierta a través de ella más de 3.000 euros en el mismo proyecto publicado por una misma plataforma de financiación participativa.
- b) Se comprometa a invertir o invierta a través de ella más de 10.000 euros en un período de doce meses, en proyectos publicados por una misma plataforma de financiación participativa.

2. Asimismo, las plataformas de financiación participativa deberán requerir de los inversores no acreditados la manifestación a la que se refiere el artículo 84.2.b) para evitar que los inversores no acreditados inviertan en un período de 12 meses más de 10.000 euros en proyectos publicados en el conjunto de plataformas”.

Queda meridianamente claro que la preocupación constante del legislador es la protección del inversor no acreditado, estableciendo límites no solo por proyecto, sino también por plazos concretos de tiempo.

Se podría discutir el acierto o no de las cifras concretas que evidentemente tendrían que ser ajustadas en un posible período de inflación desatada, pero que, por el momento, pueden permanecer estables, habida cuenta de que podríamos considerar que estamos todavía en una fase de lanzamiento y experimentación de este novedoso sistema de inversión multitudinaria.

De todos modos, queremos detenernos en un aspecto llamativo por su reiteración y recogido en el apartado 2 del artículo 82, en conjunción con el 84.2.b), que insisten en evitar que estos inversores legos en finanzas, inviertan en el plazo de doce meses más de 10.000 euros en proyectos publicados, no ya en la misma plataforma, sino en el conjunto de aquellas.

El mismo artículo 84 en su apartado 2, refuerza su actitud tuitiva, reiterando que la plataforma de financiación participativa inmediatamente antes de que el inversor no acreditado adquiriera compromiso de pago alguno, exija que además de su consentimiento, realice la citada manifestación de no superación de tales límites cuantitativos y cronológicos.

Además de la expresión por parte del inversor no acreditado de que no ha superado los repetidos límites cuantitativos en los últimos doce meses, un punto cardinal a confirmarse por el inversor no acreditado es el de darse por bien enterado de los riesgos que contrae al invertir en el proyecto o proyectos de financiación participativa, que son, por una parte, los inherentes al desarrollo y avatares del proyecto objeto de la inversión, incrementados por la finalidad de estos negocios.

Por otra parte, se trata además, de los añadidos por la ausencia de protección regulatoria alguna, tal como se expresan en el artículo 83.1, de no autorización ni supervisión por la CNMV, ni estar cubierto por los fondos de garantía de inversiones o de depósitos.

II-2 Expresiones de Asentimiento del Inversor no Acreditado y Formalización del Contrato de Inversión.

Corolario del citado requerimiento protector del inversor no sofisticado, es la necesidad de manifestación de su conformidad con tales hechos, lo cual deberá

expresarse, según el apartado 3 de dicho artículo 84, de las maneras detalladas en el mismo.

En efecto, este apartado 3 nos indica lo que sigue:

“Las manifestaciones del inversor a las que se refieren tanto los apartados 1 y 2 de este artículo, como las letras c) y d) del artículo 81.2, podrán obtenerse tanto a través de su expresión manuscrita como a través de canales electrónicos o telefónicos, siempre que se establezcan medidas eficaces que impidan la manipulación de la información con posterioridad a la realización de la operación. En el caso de prestación de servicios por vía electrónica, deberán establecerse los medios necesarios para asegurar que el cliente pueda teclear la expresión correspondiente y la entidad deberá ser capaz de acreditar que así se ha realizado. Para ello se requerirá la utilización de alguno de los siguientes medios:

- a) Firma electrónica cualificada o firma electrónica avanzada, basada en un certificado cualificado de firma electrónica
- b) Sello electrónico cualificado o sello electrónico avanzado, basado en un certificado cualificado de sello electrónico, si el inversor es una persona jurídica.
- c) Intervención de un tercero de confianza en la operación
- d) Otros métodos que permitan acreditar que el cliente efectivamente ha tecleado la expresión correspondiente en el momento de la solicitud del inversor acreditado.

En el caso de prestación de servicios por vía telefónica, la entidad deberá solicitar al inversor que se identifique antes de iniciar la operación y conservar la grabación con la expresión verbal del cliente.

4. La plataforma de financiación participativa conservará el registro de las manifestaciones referidas en los apartados anteriores durante, al menos, cinco años.”

Al hilo de la manifestación de las expresiones previas a la adquisición de compromisos de pago por parte de los inversores no acreditados, según el artículo 84, apartado 2, ya comentado, creemos oportuno detenernos especialmente en aquellas expresiones realizadas a través de canales electrónicos, cuyo marco regulatorio está específicamente contenido en la Ley 34/2002 de 11 de Julio, de Servicios de la Sociedad de la Información y de Comercio Electrónico y que transpone la Directiva 2000/31 CE sobre aspectos de servicios de la información.

Dado que la operativa del crowdfunding y especialmente el de inversión que nos ocupa, tiene un componente fundamentalmente electrónico, al llevarse a cabo la contratación de la inversión a través de internet, le serán de aplicación los preceptos del Título IV de la antes citada ley.

Así, el artículo 23-1 de la misma, establece que “los contratos celebrados por vía electrónica producirán todos los efectos previstos en el ordenamiento jurídico, cuando concurren el consentimiento y los demás requisitos necesarios para su validez”.

Prosigue el reseñado artículo mencionando, también, la sujeción de los contratos electrónicos, como no podía ser menos, al Derecho supletorio común a los contratos clásicos, en todo aquello que no se haya pactado expresamente por las partes contratantes (artículo 23-1, segundo párrafo).

El tenor de éste reza, “Los contratos electrónicos se regirán por lo dispuesto en este Título, por los Códigos Civil y de Comercio y por las restantes normas civiles o mercantiles sobre contratos, en especial las normas de protección de los consumidores y usuarios y de ordenación de la actividad comercial”.

Como es notorio que la contratación por vía electrónica no podrá llevarse a cabo más que por escrito, o el equivalente electrónico al soporte papel, también el precitado artículo 23 se preocupa de resaltar dicha equivalencia en su apartado 3.

Este apartado 3 es diáfano en su exposición: “Siempre que la Ley exija que el contrato o cualquier información relacionada con el mismo conste por escrito, este requisito se entenderá satisfecho si el contrato o la información se contiene en un soporte electrónico”.

Es interesante indicar que la Exposición de Motivos de esta Ley 34/2002, en su apartado IV, deja bien claro que “las disposiciones contenidas en esta Ley sobre aspectos generales de la contratación electrónica como las relativas a la validez y eficacia de los contratos electrónicos o al momento de prestación del consentimiento, serán de aplicación, aun cuando ninguna de las partes tenga la condición de prestador o destinatario de los servicios de la información”.

Aun cuando las plataformas de financiación participativa pueden considerarse claramente como “prestadores de servicios de la sociedad de la información, “en su función de intermediarios en la contratación electrónica de inversión”, es obvio que ni los promotores ni los inversores pueden considerarse en general como tales “prestadores de servicios”.

La misma Ley en su anexo de “Definiciones”, nos aclara en su párrafo d) el concepto de “prestador de servicios” en esta acepción peculiar, diciendo que es: “aquella persona física o jurídica que proporciona un servicio de la sociedad de información”.

El mismo anexo definatorio, por su parte, en el apartado a), fundamental para hacernos comprensible este mundo novedoso de enorme expansión de la información por medios tecnológicos, formula el concepto de estos servicios característicos: “Todo servicio prestado normalmente a título oneroso, a distancia, por vía electrónica y a petición individual del destinatario”.

Como ejemplo de tales servicios, sin carácter de “numerus clausus”, el precitado párrafo, indica en su subpárrafo 1º, “la contratación de bienes o servicios por vía

electrónica”, siendo cabecera de una larga enumeración expositiva de tales servicios.

No deja, por fin, de mencionar el Anexo, el “servicio de intermediación”, que, como ya indicamos antes, incluye el llevado a cabo por las plataformas (PFP). Así, el subpárrafo b) lo define como “el que facilita la prestación o utilización de otros servicios de la sociedad de la información o el acceso a la información”.

II-3 La Firma Electrónica

Como ya hemos adelantado al comentar el artículo 84, apartados 1 y 2 de la LFFE, el inversor, tanto si se trata de acreditado o no, antes de adquirir compromisos contractuales, debe realizar determinadas manifestaciones sobre riesgos inherentes y respeto a los límites legales de la inversión y, naturalmente, habrá de manifestar su asentimiento a la formalización de la inversión.

Dicho artículo, desgrana a continuación, en el apartado 3, los medios fundamentalmente electrónicos de expresión de su voluntad contractual.

El primero de tales medios es, conforme al mismo, la firma electrónica cualificada o electrónica avanzada, basada en un certificado cualificado de firma electrónica.

La ley 34/2002, por su parte, en su Título IV, establece el marco de la contratación por vía electrónica en los artículos 23 y siguientes, según hemos comentado anteriormente.

En los artículos siguientes se contemplan aspectos como la prueba de los contratos celebrados por vía electrónica, (art 24) la intervención de terceros de confianza, (art. 25), la ley aplicable, (art. 26) las obligaciones previas al inicio del

procedimiento de contratación, (art 27), la información posterior a la celebración del contrato (art 28) y el lugar de celebración de al contrato electrónico (art. 29).

Ciñéndonos ahora a la firma electrónica, tenemos que considerar a la ley específica sobre la materia, publicada poco después de la 34/2002. Se trata de la Ley 59/2003, de 19 de Diciembre y su normativa complementaria.

Ya en su exposición de motivos (apartado II), dicha Ley nos indica claramente su objetivo: “El desarrollo de la sociedad de la información y la difusión de los efectos positivos que de ella se derivan, exige la generalización de la confianza de la ciudadanía en las comunicaciones telemáticas”.

Prosigue este apartado, constatando que aún existe desconfianza en las comunicaciones telemáticas, lo que representa un freno en el desarrollo de la sociedad de la información.

De ahí la necesidad de conferir seguridad a las comunicaciones por internet, lo que puede realizarse, entre otros, a través de la firma electrónica. Esta “constituye un instrumento capaz de permitir una comprobación de la procedencia y de la integridad de los mensajes intercambiado a través de las redes de telecomunicaciones, ofreciendo las bases para evitar el repudio, si se adoptan las medidas oportunas, basándose en”fechas electrónicas”.

El citado preámbulo de la Ley se refiere a continuación, a los prestadores de servicios de certificación, como los sujetos especialmente encargados de dotar de tal seguridad en las comunicaciones, a través de sus servicios de certificación, entre otros.

Así, en el Título I, de la parte expositiva de la Ley, art. 3, se incluye la definición de firma electrónica y documentos firmados electrónicamente, en general.

Según tal artículo, apartado 1, “La firma electrónica es el conjunto de datos en forma electrónica, consignados junto a otros o asociados con ellos, que pueden ser utilizados como medio de identificación del firmante”.

La firma electrónica avanzada, por su parte, “es la firma electrónica que permite identificar al firmante y detectar cualquier cambio ulterior de los datos firmados, que está vinculada al firmante de manera única y a los datos a que se refiere y que ha sido creada por medios que el firmante puede utilizar, con un alto nivel de confianza, bajo su exclusivo control” (Apartado 2).

Avanzando un paso más, el mentado Artículo 3, pasa a definir en su apartado 3, lo que se considera como firma electrónica reconocida, o sea “firma electrónica avanzada basada en un certificado reconocido y generada mediante un dispositivo seguro de creación de firma”.

Corolario de esta definición, es el reconocimiento, en el apartado 4, de su decisivo valor en el tráfico negocial. Así se establece que, “la firma electrónica reconocida tendrá, respecto de los datos consignados en forma electrónica, el mismo valor que la firma manuscrita en relación con los consignados en papel”.

Por su parte, el apartado 5 del mismo artículo, deja bien clara la validez de los documentos electrónicos, entendiendo por tales: “la información de cualquier naturaleza en forma electrónica archivada en un soporte electrónico, según un formato determinado y susceptible de identificación y tratamiento diferenciado”.

Como no podía ser menos, el apartado 6, en lógica consecuencia, resalta su plena utilidad, además de servir para integrar documentos públicos, “como soporte de documentos privados”, como los que formalizan la contratación en el crowdfunding de inversión, apuntamos nosotros.

Intimamente relacionado con la firma electrónica y en función de apoyo o garantía al firmante, en aras de conseguir la necesaria seguridad jurídica o confianza en las transacciones realizadas vía internet, es el llamado certificado electrónico cuya definición se contempla en el artículo 6.1 de la Ley: “Un certificado electrónico es un documento firmado electrónicamente por un

prestador de servicios de certificación que vincula unos datos de verificación de firma a un firmante y confirma su identidad”.

Este papel facilitador de la utilización de la firma electrónica, está abierto al público en general, sin necesidad de autorización previa, conforme a lo dispuesto en el artículo 5 de la Ley que regula el régimen de prestación de los servicios de certificación.

II-4 Certificados reconocidos

Enlazando y desarrollando la Exposición de motivos, que resalta el papel de los sellos de calidad como instrumento eficaz para convencer a los usuarios de las ventajas de los productos y servicios de certificación electrónica, el art. 11 de esta Ley desarrolla el concepto y contenido de los certificados reconocidos.

Por tales certificados se entiende, según dicho artículo, “los certificados electrónicos expedidos por un prestador de servicios de certificación que cumple los requisitos establecidos en esta Ley en cuanto a la comprobación de la identidad y demás circunstancias, de los solicitantes y a la fiabilidad y las garantías de los servicios de certificación que presten”.

Tanto el capítulo II, como los Títulos III, IV y V de la Ley, se ocupan subsiguientemente, además, de aspectos tales como: la comprobación de la identidad y otras circunstancias personales de los solicitantes de un certificado, protección de los datos personales de los firmantes, las obligaciones de los prestadores de servicios de certificación que expidan certificados reconocidos, la responsabilidad de los prestadores de tal servicio, los dispositivos de creación y verificación de la firma electrónica y la supervisión y control por parte del Ministerio de Ciencia y Tecnología del recto cumplimiento de las obligaciones encomendadas a los prestadores de servicios de certificación y las infracciones y sanciones correspondientes, entre otros.

II-5 Intervención de un Tercero de Confianza – El Contrato de *Escrow*

El tantas veces citado artículo 84 de la LFFE, en su apartado 3, contempla en su párrafo c) la intervención de un tercero de confianza en la expresión de la voluntad del inversor en la operación de crowdfunding sobre asunción de riesgos y cumplimiento de límites cuantitativos, y en general, podríamos decir, en todo el proceso de contratación por vía electrónica.

Así, el artículo 25, apartado 1 de la Ley 34/2002, desarrolla el concepto, atribuciones y obligaciones de dichos terceros:

“Las partes podrán pactar que un tercero archive las declaraciones de voluntad que integran los contratos electrónicos y que consigne la fecha y la hora en que dichas comunicaciones han tenido lugar. La intervención de dichos terceros no podrá alterar ni sustituir las funciones que corresponde realizar a las personas facultadas con arreglo a Derecho para dar fe pública”.

La figura del tercero de confianza, aparece, como ya lo hemos indicado antes, al hablar de las expresiones del inversor en el art. 84.c), como un medio para acreditar, o dar firmeza, a las expresiones de voluntad o asentimiento de los inversores en las operaciones del crowdfunding de inversión, proporcionando la necesaria confianza y seguridad jurídica.

Un buen ejemplo de tercero de confianza, podría corresponder a la figura del “*escrow*”, muy utilizada sobre todo en el mundo de los negocios anglosajón y que se va abriendo camino en nuestro Derecho Mercantil. Esta institución, encarnada en el *escrow holder* o agente, podría tener un sólido campo de acción en el mundo digital o de internet.

Si bien la palabra *escrow* es nueva en nuestro ámbito mercantil, su función goza de arraigo en nuestro Derecho histórico y en la práctica de los negocios. Se trata, ni más ni menos, que una variedad del clásico contrato de depósito regulado ya

por nuestro viejo Código de Comercio de 1885, pendiente de revisión desde tiempo casi inmemorial.

Así, los artículos 303 al 310 del mismo, constituyen ya desde esa época lejana, el soporte normativo de la figura. El Código Civil también añejo, recoge este contrato entre los contratos reales, en sus arts. 1758 a 1789.

El art. 303 del Código de Comercio sería aplicable por tratarse normalmente, en el crowdfunding, bien de depositarios empresas de servicios de inversión, bancos o financieras, o las mismas plataformas (PFP), debidamente autorizadas, en su caso.

En efecto, dicho artículo exige como elementos típicos de la mercantilidad, “1) que el depositario, al menos sea comerciante, 2) que las cosas depositadas sean objeto de comercio y 3), que el depósito constituya por sí una operación mercantil o se haga como causa o a consecuencia de operaciones mercantiles”.

El contrato de *escrow* es para algunos autores, como Luis M. Tolmos,¹ una especialidad del contrato de depósito, siendo considerado como un contrato atípico, encuadrado dentro del campo amplio del contrato de depósito.

Prosigue el citado autor, recalando que el tercero de confianza o *escrow holder* puede asimilarse a una especie de fedatario informal que custodie las manifestaciones electrónicas que deposite la plataforma o se podría considerar como un depositario de dinero por cuenta de un tercero, el inversor, a favor de un beneficiario, el promotor, una vez cumplidas una serie de condiciones ya acordadas entre inversor, promotor e intermediario o plataforma.

(1) Tolmos, Luis Manuel: “La Protección Jurídica del Inversor: El Tercero de Confianza, Medios de Pago y “Compliance”, en “Crowdfunding: Aspectos Legales”, Enrique Moreno Serrano y Luis Cazorla González-Serrano (coordinadores), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2016, págs.395 y s.

Llegados a este punto es relevante ofrecer una definición del contrato de *escrow* como tal. Así, el profesor Luis Hernando Cebriá,² define este contrato “como un contrato, por el cual una persona entrega un título u otro instrumento que reconozca la titularidad de derechos, a un tercero, con la indicación de que éste debe, a su vez, entregarlo a la parte en cuyo favor se haya realizado, ante el cumplimiento por este último de alguna condición o la ejecución de una obligación, o ante la ocurrencia de un evento, de modo que el depositante se reserva el derecho a recuperar el título si la condición no se haya cumplido o el evento no tuviere lugar”.

Respecto al ámbito de aplicación del *escrow*, de lejano origen francés medieval, hay que resaltar que, en un principio se utilizó en el derecho anglosajón en las operaciones de transmisión de la propiedad inmobiliaria para asegurarse de la entrega del título de propiedad, “*deed*” al comprador, cuando éste hubiese cumplido los requisitos y cláusulas contractuales, especialmente el pago del precio. Posteriormente, como apunta el tratadista Bigelow, su uso se extendió al tráfico de otros bienes, especialmente el dinero.³

Entre nosotros, Leyre Elizari Urtasun⁴ concurre en la anterior apreciación junto con la mayoría de la doctrina, confirmando que sin duda el dinero puede ser objeto de los contratos de *escrow*.

(2) Hernando Cebriá, L. “Caracterización Jurídica del Contrato de Escrow en el Derecho español: El Depósito Documentario”, Revista de Derecho Mercantil, N° 307, 2018, pags. 985 y s.

(3) Bigelow, Henry A., “Conditional Deliveries of Deeds of Land”, Harvard Law Review, n° 26, 1912-13, pags. 565 y s.

(4) Elizari Urtasun, Leyre: “El contrato de escrow. Configuración en origen y recepción en el Derecho español”, Revista de Derecho Civil, vol 3, n°4, Octubre-Diciembre 2016, pags. 35-57

Hernando Cebriá destaca de nuevo,⁵ su función innegable de garantía por tratarse de una figura de confianza, según lo reconoce ya, entre otros, una sentencia del Tribunal Supremo de 24 de octubre del 2014.⁶

Destaca además, el citado autor,⁷ sus notas características de ser: un contrato instrumental y autónomo, pues normalmente tiene como presupuesto un contrato anterior del que viene a ser accesorio y sometido, por tanto, al contrato principal.

Sin embargo, esta subsidiariedad, que también es defendida por Elizari Urtasun⁸ no impide su carácter complejo y autónomo, por la intervención de un tercero independiente, si bien enlazado con los otros contratos, especialmente el principal y documentos que integren la completa transacción.

Resalta también Hernando Cebriá, las características de profesionalidad y el carácter fiduciario de la figura.⁹ Sobre el elemento de profesionalidad el autor indica que en los *escrows* dinerarios, el operador es normalmente una entidad financiera, fedatario público u otros intermediarios profesionales independientes caracterizables, “mutatis mutandis”, como “fedatarios privados”.

(5) Ibidem, Hernando Cebriá, L.: “Caracterización Jurídica del Contrato de Escrow en el Derecho español: El Depósito Documentario”, págs. 993 y s.

(6) S. Tribunal Supremo, de 24 de Octubre 2014, N° 613/2014.

(7) Ibidem, Hernando Cebriá, L.: “Caracterización Jurídica del Contrato de Escrow en el Derecho español: El Depósito Documentario”, pp. 996-7

(8) Ibidem, Elizari Urtasun, Leyre: “El contrato de escrow. Configuración en origen recepción en el Derecho español”, Revista de Derecho Civil, vol 3, n°4, Octubre-Diciembre 2016, p.52

(9) Ibidem,, Hernando Cebriá, L.: “Caracterización Jurídica del Contrato de Escrow en el Derecho español: El Depósito Documentario”, págs.. 1001-1005.

Este carácter de contrato innominado o incluso irregular “sui generis”, es también destacado por el autor,¹⁰ quién no deja de resaltar la particularidad de que, a diferencia del depósito clásico, en que la cosa depositada es devuelta normalmente al depositante, aquí es entregada por el contrario a un tercero, el beneficiario, que en el caso del crowdfunding sería el promotor del proyecto o emisor de valores. En este caso se menciona el contenido del Artículo 1766 del Código Civil, que prevé que la restitución del contenido por el depositario pueda ser “al depositante o sus causahabientes, o a la persona que hubiese sido designada en el contrato”.

Prosigue este experto señalando, fin, como nota más significativa, la de su carácter documentario¹¹ que lo emparenta a su vez con el crédito documentario, sobre todo si como sucede en general, existen unas instrucciones y un manejo de documentos por el agente de *escrow* o depositario, para la entrega del dinero al beneficiario, siempre que se cumplan las condiciones según las instrucciones recibidas.

Un último elemento expuesto por el citado autor, es “la existencia de una contingencia u obligación contractualmente prevista, lo cual permite también su configuración como depósito sometido a contingencia o condicionado.”¹²

Analizado, pues, con cierto detalle, esta figura del *escrow*, asimilable o encuadrable dentro de la denominación “Tercero de confianza” del art. 84 de la LFFE por remisión a la Ley 34/2002, estimamos que dicho contrato y su

(10) Ibidem, Hernando Cebriá, L.: “Caracterización Jurídica del Contrato de Escrow en el Derecho español: El Depósito Documentario”, págs. 1020 y s.

(11) Ibidem, Hernando Cebriá, L.: “Caracterización Jurídica del Contrato de Escrow en el Derecho español: El Depósito Documentario”, pags.1022 y s.

(12) Ibidem, L. Hernando Cebriá, “Caracterización Jurídica del Contrato de Escrow en el Derecho español: El Depósito Documentario”, p. 1030

operador cualificado, el *escrow holder*, podría servir, tanto para la emisión por el inversor de las “expresiones de confianza” de tal artículo 84, como posteriormente para la formalización de la adquisición de valores derivados del proyecto, como depositario y pagador en definitiva del precio de los mismos, una vez debidamente autorizado, como empresa de servicios de inversión, con arreglo a la legislación pertinente.¹³

II-6 Prestación de Servicios por Vía Telefónica

El tan citado artículo 84.3 de la LFFE incluye, entre las “Expresiones del Inversor” en su letra d), “otros métodos que permitan acreditar que el cliente efectivamente ha tecleado la expresión correspondiente en el momento de la solicitud del inversor acreditado”.

En el mismo apartado, se ofrece un ejemplo concreto de esos otros métodos, que se refieren al uso de los servicios telefónicos. Nos atrevemos, sin embargo, a pensar que la utilización del teléfono, con preferencia a los medios electrónicos, será actualmente y más en el futuro, de carácter residual, en un campo tan riguroso y necesitado de precisión, reflexión y seguridad como el contractual.

Conforme al arriba citado texto, la alternativa telefónica parecería reservada probablemente al inversor acreditado, menos necesitado de protecciones y cautelas que aquél no acreditado. De todas maneras, el mencionado art. 84, no es, ciertamente, un modelo de exposición sistemática de una normativa, necesitada de fácil y segura accesibilidad. En todo caso, y con esta limitación de su uso por parte solamente del inversor acreditado, el segundo párrafo de la letra d) del apartado 3 desarrolla las condiciones para la utilización del servicio telefónico:

(13) LFFE, Arts. 51, 52 y concordantes.

“En el caso de prestación de servicios por vía telefónica, la entidad deberá solicitar al inversor que se identifique antes de iniciar la operación y conservar la grabación con la expresión verbal del cliente”.

Como no podía ser menos, dada la trascendencia de esta negociación adquisitiva de valores, se da por descontada la grabación de la comunicación telefónica y su conservación por la plataforma por el plazo que ya antes señalamos y que figura en el apartado 4 del artículo, “durante al menos, cinco años”.

II-7 Prueba de los Contratos celebrados por Vía Electrónica

Es evidente que la prueba de un negocio jurídico, tan relevante como el contractual, o declaración de voluntad con intención de producir efectos jurídicos patrimoniales o de otra índole, es clave en el tráfico civil y mercantil.

Lo saben bien los abogados ejercientes en sus facetas de negociación y más importante, todavía, en las contiendas judiciales de distinta índole. La prueba y su superación es decisiva en el éxito procesal o contencioso.

Los contratos celebrados por vía electrónica y las obligaciones de las que son fuente y razón representan una nueva frontera a conquistar, un horizonte insólito, en que las partes carecen de la presencia física habitual hasta ahora, en nuestras relaciones contractuales. La identidad de las partes, sus expresiones, sus asentimientos o rechazos, sus expresiones corporales ante ambigüedades o dudas, sus silencios, etc..., todo esto es ajeno a los acuerdos por medios electrónicos.

Es por eso por lo que su prueba, a través de la firma electrónica, en sus distintas categorías, los certificados reconocidos expedidos por prestadores de servicios para la comprobación de la identidad de las partes, la vigencia del documento nacional de identidad electrónico, la protección a la vez de los datos personales, tan acuciante en estos momentos, los sellos electrónicos y la intervención de terceros de confianza, entre otros, adquieren una trascendencia singular.

La Ley 34/2002 de Servicios de la Sociedad de Información, que aquí comentamos, no podía prescindir de aclarar este punto fundamental de la prueba y así le dedica su artículo 24, en los siguientes términos:

“1. La prueba de la celebración de un contrato por vía electrónica y la de las obligaciones que tienen su origen en él, se sujetará a las reglas generales del ordenamiento jurídico y, en su caso, a lo establecido en la legislación sobre firma electrónica.

2. En todo caso, el soporte electrónico en que conste un contrato celebrado por vía electrónica, será admisible en juicio como prueba documental”

Así pues, asumido que un contrato formalizado electrónicamente podrá ser aportado en juicio como cualquier otro documento en soporte papel, se aplicarán también junto con él, en su caso, todos los otros elementos de prueba, según lo establecido por el ordenamiento jurídico y específicamente los artículos correspondientes del Código Civil, Código de Comercio y Ley de Enjuiciamiento Civil.

Además de los distintos tipos de firma electrónica, certificado y sellos, la intervención de terceros de confianza o agentes de *escrow*, ayudará singularmente en la prueba del contrato.

III. La Representación de los Inversores por las Plataformas de Financiación Participativa.

III-1 Antecedentes

Es evidente que existe una dificultad para que un número, quizás considerable de inversores (crowd), muchos de ellos, además, no acreditados o legos en materia financiera y contractual, puedan llevar a cabo la contratación con el promotor adquiriendo, en su caso, los valores de empresas,

fundamentalmente PYMES, tampoco a veces demasiado expertas en esas delicadas tareas.

Entonces puede aparecer la figura ya presente de las plataformas PFP, en su relevante función que podríamos calificar como de guías y tutores, además de intermediarios, para la conclusión de esos contratos de inversión con necesidades específicas.

Tanto los inversores como los promotores darán seguramente la bienvenida a esta intervención especializada, que allanará el camino a la inversión y supondrá un incremento del contenido de su función de intermediación, contribuyendo a conseguir, de paso, un alivio para sus cuentas de resultados.

Como se ha insistido en este trabajo, en la búsqueda de la innovación típica de bastantes startups, algunos autores sugieren aplicar, también aquí, ideas innovadoras, no ya de los proyectos y promotores sino de las propias plataformas.

Estas ideas innovadoras, afectarían, según el experto José E. Delgado Larena, a los aspectos tecnológicos y de negocios de tales PFP, ofreciendo soluciones innovadoras, y constituyendo un “servicio total de las plataformas”.¹⁴

Entre las soluciones tecnológicas, destaca este autor¹⁵ “aquellas de naturaleza informática, esto es, toda clase de programas informáticos, software, aplicaciones complementadas por un diseño apropiado de la página *Web* o de cualquier otro medio electrónico empleado por la PFP. Estas herramientas les permitirían

(14) Delgado Larena-Avellaneda. J.E.: “La representación de los Inversores por la Plataforma de Financiación Participativa”, en “Crowdfunding: Aspectos Legales”, Enrique Moreno Serrano y Luis Cazorla González-Serrano (coordinadores), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2016, págs. 235 y s.

(15) Ibidem, Delgado Larena-Avellaneda, J.E.: “La representación de los Inversores por la Plataforma de Financiación Participativa”, p. 235

intermediar y gestionar los intereses de los promotores e inversores con sujeción a los principios del art. 60.1 de la LFFE y siguientes y ofrecer a los clientes seguridad técnica y jurídica e inmediatez en el proceso de financiación de los proyectos, con el fin último de ganar terreno a otras fuentes de acceso a la financiación.

Por su parte, en lo que afecta a las soluciones de negocio, el mismo experto ¹⁶ las caracteriza como “aquellas que, respetando siempre la legalidad vigente, permitan generar comodidad, confianza y seguridad jurídica entre los promotores e inversores. Este conjunto de relaciones se desarrollará en paralelo a y a través de las soluciones tecnológicas descritas anteriormente, estableciendo la interacción de los clientes, promotores e inversores por medio de la página web y demás cauces electrónicos que establezca, en su caso, la PFP”.

Recordaremos en este punto, que el mencionado art. 60, Apartado 1, al hablar de las normas de conducta, establece claramente los parámetros que deben informar las PFP, diciendo que “Las plataformas de financiación participativa deberán ejercer su actividad de acuerdo con los principios de neutralidad, diligencia y transparencia y con arreglo al mejor interés de sus clientes”.

III-2 General - La Representación de los Inversores

Elemento destacado de las antes citadas “soluciones de negocio” puede ser la representación de los inversores por las plataformas.

En principio nos parece como una interesante iniciativa el que las PFP, puedan actuar como representantes cualificados del grupo, “crowd”, implicado en la inversión, por las razones antes aludidas de capacidad, experiencia y

(16) Ibidem, Delgado Larena-Avellaneda, J.E.: “La representación de los Inversores por la Plataforma de Financiación Participativa”, p. 235

operatividad, al facilitar con su intervención la contratación por parte de inversores bisoños en proyectos de riesgo e innovación.

La pregunta que nos tenemos que hacer, a continuación, es si tal papel representativo se puede legalmente llevar a cabo con arreglo a la normativa y práctica vigente en estos momentos más bien tempranos, de puesta en rodaje de la operación de este tipo de crowdfunding.

Para saber a qué atenernos, tendremos que acudir en primer lugar a la LFFE que, con su énfasis en la función de las plataformas de financiación participativa como eje de todo el sistema, nos proporciona la clave para responder a tal pregunta.

Reflejo de este propósito del legislador, es sobre todo, la reserva de actividad que se persigue, como una suerte de monopolio para las PFP en virtud del artículo 48-1 de la Ley.

Requisitos para la obtención de esta especie de patente o licencia en exclusiva es, como ya lo estudiamos en otro lugar de este trabajo, contar con la preceptiva autorización y registro por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Para que no quede ninguna duda de esta atribución exclusiva de funciones, el mismo artículo 48, en su apartado 4, es tajante en su prohibición “a contrario sensu” de cualquier intrusismo en la operación.

“El Registro Mercantil y los demás registros públicos denegarán la inscripción de aquellas empresas cuya actividad, objeto social y denominación, vulnere la reserva de actividad o de denominación. Las inscripciones realizadas contraviniendo lo anterior, serán nulas de pleno derecho”

Sentado pues el principio de reserva de actividad para las PFP y correlativa nulidad de las no autorizadas, tenemos que estudiar los otros textos normativos relativos a la figura de la representación, en forma de mandato o comisión, englobadas en su función de intermediarias en el proceso de inversión.

El Código Civil y sus preceptos abiertos de libertad de pactos del artículo 1255 y concordantes, forma de la representación, concepto y elementos del mandato, en sus artículos 1709 y siguientes y normas concordantes, el Código de Comercio, con su figura específica de comisión de los arts. 244 a 302 del mismo, ofrecen el marco normativo básico de la representación.

Además de estos venerables textos básicos, no podemos dejar de citar la Ley de Sociedades de Capital, Texto Refundido, R.D. Legislativo 1/2010, en lo referente a la representación de los inversores en las juntas de socios de las sociedades de capital o los aumentos de capital social, entre otros.

Por otra parte, no debemos omitir tampoco las relativamente recientes: Ley 34/2002 de Servicios de la Sociedad de la Información y de Comercio Electrónico y su indispensable corolario de la Ley 59/2003, de Firma Electrónica, antes mencionadas.

Como ya comentamos anteriormente, ambas normas tienen como finalidad contribuir de forma decisiva al fortalecimiento de la indispensable confianza por parte de la ciudadanía en las comunicaciones por vía telemática, como fundamento y soporte técnico de la contratación electrónica, santo y seña del nuevo mundo digital.

Centrándonos, de nuevo, en la reserva de actividad y su consecuencia de tener las plataformas como objeto social exclusivo la realización de las actividades propias, según se detallan en los artículos 48 y 51 de la LFFE, como norte y campo de acción de las PFP, nos es necesario ahora averiguar hasta qué punto es posible la representación de los inversores por las mentadas plataformas.

Siguiendo de nuevo la opinión autorizada de autores como José E. Delgado Larena muy interesados, lógicamente, en la trayectoria de aplicación y desarrollo práctico de la LFFE, con atención especial a su interpretación por el organismo regulador, el resultado es mejorable.

Según él, el criterio de la CNMV, en su interpretación autorizada de los arts. 48, 51, 55 y concordantes de la LFFE, tiende a ser restrictivo: “la PFP solo puede realizar lo que le permite expresamente la Ley y ninguna otra tarea”.¹⁷

Podríamos aquí apuntar quizás, que el regulador, escamado por pasadas interpretaciones extensivas o mejor dicho, ya no libres, sino libérrimas, de las leyes por parte de los operadores jurídicos o económicos, incluso algún regulador, prefiere ser precavido y cubrirse las espaldas, en evitación de potenciales escándalos financieros futuros.

III-3 La Representación de los Inversores en el Proceso de Inversión.

El artículo 51 de la LFFE ya citado anteriormente al enumerar los servicios de las PFP, describe en sus apartados 1 y 2, los servicios principales y accesorios a prestar por las mismas, según hemos comentado en detalle en este trabajo. Básicamente tales funciones incluyen la puesta en contacto o intermediación entre inversores y promotores, advertencias sobre los riesgos inherentes a la inversión, suministro de modelos de contratos e información sobre el iter contractual y su oportuna formalización.

A pesar de reseñarse, en principio una especie de “numerus clausus” de funciones, sin embargo, el párrafo g) del apartado 2 del artículo 51, deja abierta la puerta para la prestación de servicios “que en su caso, determine el Ministro de Economía y competitividad o con su habilitación expresa la Comisión Nacional del Mercado de Valores”. Esto supone la posibilidad de una ampliación de dichos servicios quizás en un futuro no lejano. Sin embargo, de momento, ni

(17) Ibidem, Delgado Larena-Avellaneda, J.E.: “La representación de los Inversores por la Plataforma de Financiación Participativa”, p. 236

el Ministerio ni la CNMV parecen haber hecho uso de esta habilitación, según consulta recientemente planteada.

La concesión de un mandato de representación por parte de los inversores, se encuentra contenida en el apartado 3 del tal art. 51, cuyo tenor literal es el siguiente: “Además de los servicios previstos en los apartados anteriores en relación con las solicitudes previstas en el artículo 50.1.b) y c) de esta Ley, las plataformas de financiación participativa podrán formalizar los contratos de préstamo y de suscripción de participaciones que se basen en un acuerdo de voluntades manifestado a través de la plataforma de financiación participativa, actuando en representación de los inversores”.

Poniendo en relación este artículo 51-3 con el 50, especialmente en su apartado 1, párrafo b), que se refiere a la emisión o suscripción de participaciones de sociedad de responsabilidad limitada, nos damos cuenta de que el legislador ha asignado la facultad de representación de los inversores por las PFP únicamente en el caso de que la inversión se materialice a través de participaciones en este tipo de sociedades. Quedan, por consiguiente, aparentemente excluidas, a contrario sensu, las adquisiciones de acciones en sus distintos tipos y obligaciones, ambos en sociedades anónimas.

Siguiendo a José E. Delgado Larena, la materialización de la inversión en sociedad limitada, a través de la representación por parte de las PFP de la inversión mediante suscripción de participaciones en sociedades limitadas, supone el seguimiento de un iter que comprende cuatro requisitos:¹⁸

(18) Ibidem, Delgado Larena-Avellaneda, J.E.: “La representación de los Inversores por la Plataforma de Financiación Participativa”, p. 239

“i) un previo mandato o encargo de todos y cada uno de los inversores para que en su nombre celebre, en su caso, cumplidas ciertas condiciones, un contrato de suscripción de participaciones sociales

ii) un previo acuerdo de voluntades entre el promotor y los inversores

iii) que la PFP compruebe que el acuerdo de voluntades reúne a un número de inversores tal, que sus respectivas intenciones de inversión permitan alcanzar y/o superar el objetivo cuantitativo de financiación fijado para el proyecto publicado o el 90% de dicho objetivo, si así lo hubiera establecido la propia PFP y que la PFP se asegure de que los requisitos anteriores se han cumplido antes del vencimiento del plazo fijado para la inversión del proyecto”.

Una primera constatación que habrá de hacerse es que la representación de los inversores por la plataforma, que parece apropiada y plausible en el interés de todas las partes implicadas, tiene un carácter potestativo, según el contenido del apartado 3, del art. 51.

Empezando por el promotor del proyecto, no cabe duda de que para él es mucho más eficiente y operativo el convenir con un representante autorizado la mejor manera de formalizar el acuerdo de adquisición de los valores ofrecidos. Es claro que lo contrario repercutiría en demoras, dificultades de comprensión y otros obstáculos inherentes a llevar a cabo una transacción de cierta complejidad con una multitud de inversores carentes de cultura financiera.

Para el inversor las ventajas son también obvias al saber que van a contar con un representante cualificado, versado en operaciones de inversión y que por propia profesionalidad e interés va a esforzarse por conseguir la plasmación de un acuerdo satisfactorio para los inversores.

Las plataformas, por su parte, verán ampliadas sus funciones de intermediación y lo que no conviene nunca olvidar, al tratarse de sociedades de capital con ánimo

de lucro, incrementado el valor añadido de su intervención y por ende su cuenta de resultados.

En resumen: esta labor de representación de los inversores, sobre todo si son en número considerable y predominio de no acreditados, por parte de las PFP, nos parece oportuna y recomendable.

Parafraseando lo establecido en el párrafo i) anterior, es evidente que al conferir el mandato o comisión, los inversores habrán de preocuparse de que los términos del mismo sean precisos y completos en defensa de sus intereses.

Como no parece muy operativo el que en cada caso se instrumente un condicionado específico, serán las plataformas las que en el ejercicio de sus funciones, entre las que está “la puesta a disposición de las partes de los modelos de contratos necesarios para la participación en los proyectos”, del artículo 51.2.d) de la LFFE, presenten la propuesta de contrato de mandato. Dicho borrador estará sometido, naturalmente, a adaptaciones de tipo puntual, en su caso.

Una pregunta quizás pertinente, es la de qué pasaría en el caso de que uno o varios de los inversores de la masa o “crowd”, rechazase el conferir un mandato de apoderamiento a la plataforma, pretendiendo llevar a cabo la adquisición de los valores objeto de la inversión de manera directa, siempre a través de la PFP, pero sin su representación.

La respuesta que se nos ocurre es que no creemos que existiría obstáculo desde un punto de vista teórico, pero en la práctica esta actitud de “rebeldía” no parece muy operativa por inconvenientes de tiempo, coste y falta de experiencia, en general.

Solamente en aquellos supuestos en que el o los “disidentes” fuesen inversores acreditados, que además participasen con un porcentaje elevado de la inversión

en el proyecto, podría, a nuestro juicio, tener esta iniciativa de inversión sin representación, alguna viabilidad.

En otro orden de cosas, hemos de decir que la aceptación del mandato de los inversores a favor de las PFP, como oferentes del servicio potestativo de representación, conforme al tantas veces citado artículo 51-3, se llevaría a cabo lógicamente, de manera electrónica. Serían, por tanto, de aplicación los preceptos de los artículos 84 de la LFFE, sobre expresiones del inversor, 23 y siguientes de la Ley 34/2002, de servicios de la sociedad de la información y específicamente su título IV, artículos 23 y siguientes sobre contratación por vía electrónica y la Ley 59/2003 sobre la firma electrónica, todos ellos comentados en detalle anteriormente.

III-4 El Acuerdo de Voluntades entre el Promotor y los Inversores. Formalización del Contrato de Suscripción de Participaciones

Es evidente que para que pueda materializarse la participación del inversor en el proyecto del promotor, es necesario que exista un acuerdo de voluntades entre ambos, inversor y promotor, expresado a través de la plataforma de manera electrónica.

Ahora bien, este acuerdo que supone una prestación por parte del promotor adjudicando unos valores o participaciones a los inversores concretos, representados normalmente por la PFP, requiere naturalmente una contraprestación monetaria por parte de éstos.

El manejo de fondos del público por parte de intermediarios financieros, es como sabemos, materia delicada y por consiguiente sujeta a severas condiciones regulatorias. Del mismo modo que la LFFE establece una clara reserva de actividad a favor de las PFP, (art. 48), también incluye, como hemos visto, prohibiciones o límites a sus servicios. (Artículo 52)

Queda pues claro que el legislador, en la LFFE, si bien ha asignado con carácter exclusivo unas funciones o servicios a las plataformas de financiación participativa, les ha prohibido también llevar a cabo otras, salvo autorización expresa, por invadir competencias ajenas.

Como ya se ha indicado repetidas veces, los servicios de pago, por su intrínseca relevancia en el sistema financiero de un país, exigen de las entidades operadoras, unos condicionamientos regulatorios específicos, que en principio rebasan los de la autorización de las plataformas de financiación participativa.

Solamente si éstas, en un escrutinio caso por caso, mereciesen la confianza de los organismos reguladores, con arreglo a la Ley 16/2009, y normativa de desarrollo, se hallarían habilitadas para ofrecer un servicio que, además de completar la formalización de las inversiones, les permitiría incrementar sus cuentas de resultados.

Una vez, pues, conferido debidamente el mandato de representación a las PFP y emitida a través de ellas la declaración de voluntad de los inversores, coincidiendo con la correlativa del promotor del proyecto, todo ello por las vías electrónicas ya expresadas, quedaría formalizada la operación de suscripción de participaciones en la sociedad limitada. El documento privado resultante sería susceptible naturalmente de elevación a público en su caso, por sus obvias ventajas probatorias.

III-5 Nota final sobre la representación de los inversores, la relación entre las PFP y las entidades de servicios de pago y la actitud del regulador

Como hemos observado al seguir a los expertos en la materia ¹⁹, así como en nuestros contactos con la CNMV, existe una constante preocupación por lograr

(19) Ibidem, Delgado Larena, J.E.: “La representación de los Inversores por la Plataforma de Financiación Participativa”, págs. 241-242

una efectiva protección del inversor, sobre todo del no acreditado, en evitación de sobresaltos o escándalos como los que se han registrado en España en las últimas décadas.

Esto se traduce en una vigilancia estricta de la conducta de las PFP como eje y columna vertebral del sistema de crowdfunding de inversión y, en especial, en lo que respecta a la relación entre éstas y las entidades de servicios de pago, a fin de verificar la correcta y efectiva transferencia de los fondos a la cuenta del promotor.

Corolario de tal depósito de fondos, será después su exclusiva dedicación para el aumento del capital social de la sociedad limitada mediante la suscripción de las participaciones correspondientes todo ello a través de documento público, según establece la LSC.

III-6. Información a suministrar a los Inversores por la PFP

III-6-1 Información requerida por la LFFE

Como ya hemos adelantado a lo largo de este trabajo, la información a los potenciales inversores por las plataformas de financiación participativa, es fundamental para ilustrar a estos sobre las peculiaridades de esta inversión en masa.

Naturalmente que esta información deberá tener una especial incidencia en un asunto tan relevante cual es de los riesgos en que el inversor puede incurrir al adquirir valores o participaciones en proyectos de promotores a través de medios electrónicos con gran despliegue de tecnología digital.

Las cautelas protectoras del art. 83 de la LFFE, como ya resaltamos en el Capítulo V, vienen a “abrir los ojos” de los inversores sobre operaciones de mayor o menor sofisticación, ajenas muchas veces, a sus conocimientos y prácticas habituales.

Es una obligación de transparencia. Así, el apartado 1 del citado artículo, impone obligaciones estrictas de información aplicables solamente a la interacción de la plataforma con los inversores no acreditados, los que son objeto de especial protección por su falta de cultura financiera y/o reducidos recursos.

El art. 83, apartado 1 de la LFFE establece lo siguiente:

“Con carácter previo a la participación en cada proyecto de financiación participativa, la página web a través de la cual opera la plataforma de financiación participativa deberá garantizar que el inversor recibe y acepta una comunicación específica en la que se le advierte de forma clara y comprensible de las siguientes circunstancias:

- a) El proyecto de financiación participativa no es objeto de autorización ni de supervisión de por la Comisión Nacional del Mercado de Valores ni por el Banco de España y la información facilitada por el promotor no ha sido revisada por ellos
- b) En el caso de la emisión de valores, esta no es objeto de autorización ni de supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la información facilitada por el emisor no ha sido revisada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ni constituye un folleto informativo aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- c) La existencia del riesgo de pérdida total o parcial del capital invertido, riesgo de no obtener el rendimiento dinerario esperado y riesgo de iliquidez para recuperar su inversión.
- d) El capital invertido no está garantizado por el fondo de garantía de inversiones ni por el fondo de garantía de depósitos
- e) Cualesquiera otras que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores.”

III-6-2 Otras informaciones a prestar, en su caso, por las PFP

Además de esta obligación de las plataformas de suministrar a los inversores no acreditados con carácter previo a la participación en cada proyecto, las informaciones expresadas en el art. 83 sobre los riesgos tan relevantes de ausencia de autorización y supervisión por los organismos reguladores, riesgos de pérdida del capital y no garantía, las PFP podrán, si así lo quisieran, proporcionar informaciones adicionales.

Estas posibles actividades de las PFP, aparecen indicadas en el art. 51.2.e) de la LFFE: “La transmisión a los inversores de la información que sea facilitada por el promotor sobre la evolución del proyecto, así como sobre los acontecimientos societarios más relevantes”.

Dentro de este apartado de servicios potestativos a brindar por parte de las PFP, enriqueciendo por un lado la gama de sus actividades y por ende su cuenta de resultados, y siendo útiles, por otro, a los potenciales inversores, podemos incluir alguna otra en el ámbito de la información.

Así, en el mismo artículo 51.2. c) de la LFFE tenemos otra digna de mención: “la habilitación de canales de comunicación a distancia para que usuarios, inversores y promotores contacten directamente entre sí, antes, durante o después de las actuaciones que den lugar a la financiación del proyecto”.

Estimamos que ambos servicios discrecionales robustecen el papel de las plataformas como intermediarios valiosos en la necesaria y primordial relación entre inversores y promotores.

Concurrimos en fin, también, con la opinión de algunos autores,²⁰ de que “el artículo 51.2.e) no limita la transmisión de información respecto de los proyectos

(20) Ibidem, Delgado Larena-Avellaneda J.E.:, “La representación de los Inversores por la Plataforma de Financiación Participativa”, págs. 243 y s.

cuya financiación está en curso y aún no ha culminado, sino que, también se aplica al seguimiento de los proyectos ya financiados.”

Respecto a la habilitación de canales de comunicación a distancia entre inversores y promotores, debemos tener muy en cuenta también lo estipulado en el art. 72.1 de la LFFE, que responde a la obligación básica de conseguir una igualdad estricta entre todos los inversores, sobre las circunstancias relevantes del proyecto y por ende de la inversión, sin preferencias ni discriminaciones:

Así, el mencionado artículo establece: “Si la plataforma de financiación participativa habilitase un canal de comunicación entre el promotor y los inversores potenciales garantizará que toda la información que se envíe a través de este canal sea accesible al resto de inversores potenciales a través de su publicación en un lugar fácilmente visible de la página web de la plataforma.”

Quizás sea oportuno recordar sucintamente en este tema fundamental de la información a proporcionar a los inversores por las plataformas, el contenido de los otros apartados del mismo artículo 72:

“ a) La obligación de las PFP de actualizar diariamente el estado de participación en el proyecto, indicando la porción de la financiación asumida por los inversores acreditados y la propia plataforma, en su caso y el anuncio en su página web de finalización del plazo establecido.

- a) La disponibilidad de forma continuada en la página web, para los inversores que hubieran participado en un proyecto, de la información recibida y publicada sobre el mismo, por un plazo no inferior a 12 meses desde el cierre de la captación de fondos.
- b) La conservación en soporte duradero de la información prevista en el apartado 1, a disposición de los inversores concernidos, durante un período no inferior a cinco años, a contar del cierre de recogida de fondos.

Es importante igualmente ratificar, conforme al art. 73 de la LFFE, que la responsabilidad sobre la veracidad, integridad y compleción de la información suministrada por los promotores, reside en estos últimos, siendo únicamente las PFP transmisoras de la misma.

SECCION SEGUNDA: ASPECTOS PRACTICOS DE LA INVERSION

1.- Introducción

Hasta ahora nos hemos ceñido, básicamente, en este estudio, al panorama normativo español, concretamente al capítulo V de la LFFE que, bajo el epígrafe “Protección del Inversor”, desarrolla a través de los artículos 81 al 88, el régimen tuitivo de los inversores en el crowdfunding.

Esta protección se debe ejercer especialmente respecto a los inversores no acreditados, legos en materia financiero y/o de escasos recursos, más vulnerables a los riesgos inherentes a la inversión en PYMES o especialmente startups de carácter innovador.

Una vez comentado el marco legal nacional, esto es las reglas de carácter vinculante que habrán de cumplirse por todas las partes implicadas en especial las PFP, en la inversión en masa contemplada, pensamos que es ahora oportuno analizar su desarrollo en el mundo de los negocios.

Dentro de ese ámbito, pretendemos analizar las estrategias de inversión, los motivos de las mismas y las rigurosas investigaciones sobre los proyectos objeto de la inversión, lo que ya comúnmente se denomina con la expresión anglosajona de “due diligence”, o investigación diligente o exhaustiva.

II. En qué Tipos de Proyectos Invertir

II-1 Reflexión Inicial

Un primer paso que todo inversor debe considerar es en qué invertir, dentro del vasto campo de posibles iniciativas empresariales, examinando los tres sectores

clásicos de la economía: agricultura, industria y servicios y los distintos subsectores, todos ellos necesitados de financiación adecuada.

Ciñéndonos al caso de España, creo que es oportuno dejar bien sentado que la cultura financiera considera como inversión más interesante, la comúnmente denominada “de ladrillo”. En otras palabras, la de la construcción, dedicando cuantiosos recursos de las familias a la adquisición del piso familiar. España ha sido así denominada como una nación de propietarios inmobiliarios.

Según la CNMV, la inversión española en activos netamente financieros, básicamente valores de renta fija o variable, es entre un 25% y un 30% inferior a la de otros países de nuestro entorno.

Refiriéndonos a la inversión en startups o PYMES. sobretodo a las consideradas innovativas, es evidente que la inversión en ellas es más arriesgada que la realizada en grandes compañías, sobre todo cuando están cotizadas en Bolsa y sometidas, por tanto, a severos requerimientos regulatorios, exaltando la necesidad de transparencia y buenas prácticas de gobernanza.

Si esto es así, ¿por qué invertir en estas pequeñas entidades carentes de estructuras contables confiables, activos tangibles estimables, auditorías, estudios de mercado contrastados, endeble gestión, etc...? Las respuestas son variadas, según la motivación del pequeño inversor, como estudiaremos más adelante.

La respuesta más obvia, en general, sería la de búsqueda de una mayor rentabilidad, pensando, quizás, encontrar una “mina de oro”, o mejor, ahora, una de cobalto o coltán, para impulsar la tecnología de móviles u otros aparatos de última generación.

Los ejemplos de Apple, Facebook, Google y otros, los denominados ya con el acrónimo FAANG que, nacidos en un pequeño garaje por el empeño de algunos “gurus” de la tecnología, tachados de excéntricos y visionarios, brotan

deslumbrantes un día, enriqueciendo exponencialmente a sus gestores y pequeños accionistas, inducen a algunos inversores a probar suerte.

Por tanto, parece que el incentivo más claro para un potencial inversor en el crowdfunding, puede ser el de conseguir, con bastante suerte, un rendimiento monetario superior al de otros activos más convencionales, de empresas cotizadas en bolsa o bonos del Tesoro.

Más adelante veremos las maneras en que este lucro adicional se podría obtener, si el proyecto objeto de la inversión resultara exitoso.

II-2 Diversificación

Un elemento cardinal a tener muy en cuenta a la hora de invertir, es el de diversificar los recursos entre distintos proyectos.

Dado que los sujetos de la inversión en crowdfunding son normalmente un grupo de individuos con cierta sofisticación, los llamados “ángeles” y un número creciente, si nos atenemos a los escenarios globales, de pequeños ahorradores novicios, estimamos que no sería oportuno investigar métodos de inversión propios en general de inversores profesionales.

La diversificación es una sabia práctica que se puede combinar perfectamente con criterios cuantitativos, de modo que los inversores asignen, dentro de sus portafolios, cantidades moderadas de no más de un 15% de sus activos financieros a startups a través del crowdfunding, dedicando el 85% restante a inversiones contrastadas de empresas cotizadas.

Siguiendo las pautas expresadas por expertos en mercados en que el crowdfunding va alcanzando un cierto grado de desarrollo, como el de los

Estados Unidos,²¹ podemos detectar dos maneras de llevar a cabo este principio de la diversificación.

La primera manera supondría la inversión en empresas variadas, en distintas regiones o países, y en diversas etapas o fases de su evolución empresarial, ya sean startups de nueva creación, en tempranas fases de desarrollo o tratarse de entidades o proyectos con un cierto grado ya de madurez.

Por nuestra parte, creemos que sería mejor para este tipo de inversores el poner sus ahorros en industrias que tienen alguna afinidad con ellos, por tener algún conocimiento del negocio en cuestión o que se asientan en lugares cercanos o conocidos, en que se puede vigilar mejor los elementos y circunstancias del proyecto y los promotores y controlar su desempeño futuro.

Por su parte Rose, avezado inversor, desaconseja, por ejemplo, el invertir en industrias que sean competidoras unas de otras. Así, nos advierte de que no permitamos que una empresa esté usando el dinero de nuestra inversión para tratar de minar la rentabilidad de otra compañía en que también hemos invertido.

22

Insiste este autor en que “se debe ser muy cuidadoso en no compartir información confidencial en dos entidades competidoras o aconsejando o tutelando una de ellas, en base a poseer una información privilegiada sobre la otra.”

II-3 Consideraciones Previas a la Inversión

(21) Rose, David S.: “Angel Investing: The Gust to Making Money and Having Fun Investing in Startups”, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, 2014, págs. 137-8

(22) Ibidem, Rose, David S.: “Angel Investing: The Gust to Making Money and Having Fun Investing in Startups”, págs. 137-8

Una vez puesto en práctica el principio básico de la diversificación, el futuro inversor a través del crowdfunding, debería considerar otros aspectos antes de materializar su compromiso contractual.

Los elementos fundamentales, son, sin lugar a dudas: el rendimiento monetario esperado, la liquidez de la inversión, cobertura ante posibles cambios de circunstancias, vías de terminación de la inversión, en su caso e incluso la posibilidad de integrarse en la compañía como asesor, experto o miembro del consejo de administración.²³

II.3.a) Rendimiento Monetario

Aunque algunos inversores en el crowdfunding pueden estar motivados por razones ideológicas o altruistas, el objetivo más común será normalmente el extraer el máximo rendimiento a sus ahorros.

De nuevo es David Rose²⁴ el que nos advierte que “es prácticamente imposible el conseguir a la vez los dos objetivos: el financiero y el ideológico o social en la misma inversión. El inversor debe decidir si su objetivo es maximizar el beneficio o conseguir un impacto social determinado”.

II-3.b) Liquidez

El tema de la liquidez es, como sabemos, una de las consideraciones básicas en el momento de decidir una inversión. ¿Cómo puedo deshacer la inversión en caso de necesidad o conveniencia? La respuesta en el caso del crowdfunding es a la vez simple y negativa: casi nula liquidez, salvo circunstancias excepcionales.

(23) Freedman, David & Nutting, Matthew R.: “Equity Crowdfunding for Investors”, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons Inc., 2015, págs.146 y s.

(24) Ibidem, Rose, David S.: “Angel Investing: The Gust to Making Money & Having Fun Investing in Startups”, págs. 148 y s.

En primer lugar y a diferencia de los valores cotizados que tienen frecuentemente una salida rápida a través de las Bolsas, los valores, participaciones o acciones en PYMES no se hallan cotizados en mercados secundarios, por los requisitos regulatorios a cumplir y sus costes inherentes.

En segundo lugar, existe un tema complicado de evaluación de las acciones o participaciones, pues no hay normalmente unos baremos o referencias contables comparables a las de las empresas cotizadas.

Así pues, la liquidez de los valores de los proyectos de crowdfunding es muy problemática, incluso si la comparamos también con las inversiones inmobiliarias.

II-3.c) Vías de Terminación de la Inversión

II-3.c).1 Compra por Otra Empresa

Conectada con la cuestión de liquidez, es esta de las posibilidades de salir de la misma por circunstancias ajenas a la voluntad del inversor.

Una de las vías más interesantes y lucrativas, también, de terminar la inversión, sobre todo si se trata de proyectos y startups del sector de la tecnología, es la de la posible adquisición de misma, por otra empresa ya asentada con recursos financieros suficientes.

Es relativamente frecuente oír o leer que una gran compañía, muchas veces una multinacional, ha adquirido una PYME o startup de su mismo sector o que puede ser complementaria o auxiliar en su desempeño, por algún componente altamente innovativo,

También hemos detectado casos en que la gran empresa, con vocación explícita o soterrada de llegar a convertirse en monopolio, ha fagocitado con diversos disfraces jurídicos, a un agresivo competidor. Los accionistas de este último han

conseguido jugosos beneficios mientras el público en general es el perjudicado por la posible eliminación de la competencia.

Según algunos conocidos expertos,²⁵ “hay muchas razones por las que una empresa bien establecida puede intentar adquirir una startup, incluso antes de que esta entre en beneficios, tales como conseguir una vía rápida para expandir su distribución territorial o su gama de productos.

Del mismo modo lo puede hacer para obtener una integración vertical, (suministrador o distribuidor), u horizontal, eliminar competidores o adquirir, quizás, activos de propiedad industrial como patentes, marcas y diseños de fabricación u otros elementos de propiedad intelectual o industrial.

Existen, igualmente, casos en que lo que pretende la gran empresa es reclutar a uno o varios fundadores geniales o ejecutivos destacados de la startup.

Este tipo de estrategias, bastante comunes sobre todo en los campos tecnológicos y farmacéuticos, han adquirido igualmente notoriedad en la industria del entretenimiento o espectáculo. Recuérdense las relativamente recientes operaciones de compras o absorciones de empresas como Time Warner, Walt Disney, Comcast y News Corporation y otras, en los Estados Unidos o Inglaterra, para la adquisición de “contenidos”, películas o distintos soportes que alimenten las terminales televisivas, de internet o del mundo digital en general.

Sin ir tan lejos, tenemos aquí en España y concretamente en el País Vasco, un ejemplo reciente de esta “afición” de las grandes compañías por absorber pequeñas startups prometedoras.

(25) Ibidem, Freedman David M. & Nutting, Matthew R.: “Equity Crowdfunding for Investors” págs. 150-151

En efecto, el periodista Jesús L. Ortega ²⁶ contó recientemente la historia de Jon Uriarte, joven bilbaíno, nacido en 1978 y licenciado en administración y dirección de empresas por la Universidad de Deusto, quién fundó, junto con su amigo y socio Ander Michelena, “Ticketbis”, una plataforma de reventa de entradas de espectáculos y eventos que, en apenas cinco años llegó a facturar más de 80 millones de Euros y a emplear a casi 500 personas en 47 países.

Tal fue su espectacular crecimiento que la gran multinacional estadounidense de comercio electrónico y subastas online “Ebay”, atraída por las supuestas oportunidades que vislumbraba, inició negociaciones con los fundadores y terminó adquiriendo la brillante startup, por la nada desdeñable suma de 165 millones de dólares. ¡Todo un aliciente para los inversores en el crowdfunding!

La historia de éxito espectacular de las startups no es frecuente, sin embargo. Así, tirando de estadísticas, el experto Scott A. Shane ²⁷ explica que, según sus investigaciones, solo aproximadamente el 1% de las inversiones de los llamados “ángeles”, (que no olvidemos que son normalmente inversores acreditados), terminan en una adquisición por una empresa ya consolidada.

Una famosa agrupación de estos inversores “angélicos”, la denominada en los Estados Unidos, “Banda de Angeles”, notoria por su “olfato” y experiencia en detectar “tesoros escondidos”, presume, sin embargo, de que “hasta el 19% de sus inversiones terminan en adquisiciones” y consiguiente enriquecimiento de sus promotores o accionistas.

Este record es quizás difícilmente extrapolable a otros lares como los nuestros, mucho más rezagados en recursos y posibilidades. Pero aunque sea insólito,

(26) Jesús L. Ortega, “El Correo”, Sección de Economía, Bilbao, 3/11/2018, p. 36

(27) Shane, Scott A.: “Fools gold. The truth behind angel investing in America”, Oxford, Oxford University Press, 2009, pág. 146

existen, sin embargo, casos aquí como el de Jon Uriarte, que se pueden repetir quizás cualquier día.

II-3.c).2 La Posibilidad de Cotización en Bolsa a través de una Oferta Pública de Venta de Valores.

Esta es también una manera de cosechar los frutos de la inversión en una PYME o startup, con un cierto nivel de éxito y notables perspectivas de crecimiento.

No conviene, sin embargo, echar las campanas al vuelo respecto a la posibilidad de que una de estas PYMES pueda, un día no demasiado lejano, lanzar una oferta pública de venta previa a su cotización en Bolsa, haciendo de la noche a la mañana multimillonarios a sus fundadores y accionistas.

De hecho, Scott Shane, el experto que ha llevado a cabo la investigación más exhaustiva acerca de la inversión de crowdfunding, tanto por parte de inversores acreditados como de los no acreditados ²⁸ nos informa que incluso en los casos de grupos de ángeles más experimentados, tales como la llamada en los mercados “Banda de Angeles”, solo el 4% de sus inversiones en los últimos años han resultado en OPV o IPO en el argot anglosajón.

Según Shane, aproximadamente el 0.2% de todas las sociedades en que invierten inversores “ángeles”, terminan cotizándose en Bolsa, lo cual supone una tasa de eventuales salidas a bolsa, muy limitada.

El mismo autor afirma que en los Estados Unidos las compañías que tienen más posibilidades en terminar en OPV o IPO son las farmacéuticas, fabricación de equipos médicos y componentes electrónicos, entre otros.

28) Ibidem, Shane, Scott A.: “Fools gold. The truth behind angel investing in America”, pág. 146.

Otros expertos, como Kyle Anderson ²⁹ indican que en los últimos años en que tenemos estadísticas, las inversiones en industrias más proclives a salir a Bolsa serían las tecnológicas, seguidas de las de energía, salud, financieras y de productos de consumo.

II-3.c).3 Recompra de las Acciones o Participaciones por el Propio Promotor-Emisor

Esta posibilidad existente, también, aunque de menor relieve porque normalmente la PYME carecerá del músculo financiero para hacerlo, podría darse en algún supuesto específico.

Tal ocurriría, por ejemplo, cuando los mismos fundadores, cansados de tener que lidiar con un grupo o *crowd* de inversores molestos, pretendieran tener las manos libres para, por ejemplo, facilitar una posible entrada de inversores de capital riesgo o simplemente para poder enajenar el 100% de la empresa, en su caso, si se presentase la oportunidad, evitando problemas con minoritarios recalcitrantes con el hipotético “derecho de arrastre”.

III. Inversiones Concretas y sus Objetivos

Hasta ahora hemos analizado las razones para conseguir un portafolio de inversiones equilibrado, dependiendo de los motivos que induzcan al inversor a arriesgar sus ahorros. A continuación, vamos a dar un paso más estudiando las operaciones concretas en PYMES o startups, dentro de los sectores que puedan resultar más atractivos en la actualidad para potenciales inversores en crowdfunding

(29) Anderson, Kyle: “IPO Market Charts”, Money Morning, March 6, 2014, <https://moneymorning.com>

III-1 Inversiones por Motivos Económicos

En esta estrategia de inversiones muy enfocada al rendimiento financiero, es muy relevante el escrutar los proyectos de inversión, publicados en las plataformas especializadas, en industrias con las que el prospectivo inversor tenga alguna afinidad, bien porque él mismo conozca sus características y evolución o tengan una proyección regional o de cercanía. Normalmente, pues, un inversor tiende más a confiar sus dineros a startups o PYMES que le resultan próximas en conocimiento o vecindad.

El hecho, además, de contar con una publicación en una plataforma de financiación participativa, añade un plus de valor que acrecienta la confianza en la solidez de la inversión.

El contar con amigos o relaciones profesionales tales como ejecutivos expertos, contables o auditores y abogados con experiencia en sectores determinados ayuda evidentemente a tomar decisiones concretas de inversión en startups con atractivo, aunque trasciendan el ámbito de la propia experiencia o la proximidad geográfica.

Para un inversor acreditado y buen conocedor, quizás, de un sector determinado y con un patrimonio robusto, líquido y diversificado, puede ser atractivo participar en el capital de una startup promovida por fundadores expertos, que incluso hayan demostrado en sus primeros años capacidad de generar beneficios.

Este tipo de inversores pueden destinar un cierto porcentaje de su cartera a invertir en industrias con alto potencial de crecimiento en un corto período de tiempo. Tal podría ser el caso del sector farmacéutico, en que la posibilidad de obtener una molécula, por ejemplo, para el tratamiento del cáncer, que fuese homologada por las autoridades sanitarias de países punteros del mundo y

susceptibles, por tanto, de dispensación por la seguridad social, tendría un gran atractivo.³⁰

Lo mismo podría ocurrir en los campos de las energías renovables o las tecnologías electromotrices para la automoción. Una plataforma que publicite startups con vitola de innovadora en estos campos y avalada por algún éxito, aunque sea algo más que indiciario y cuente con equipos gerenciales o técnicos sólidos, puede brindar una oportunidad a estos inversores acreditados de solvencia contrastada.

Las baterías para coches eléctricos ofrecen, por ejemplo, un fértil panorama de experimentación para lograr hallazgos espectaculares, que alarguen su duración y consiguiente autonomía, lo cual, acompañado de una patente, representa un magnífico objetivo de inversión. Lo mismo podría extenderse al ámbito de los coches capaces de circular sin conductor.

Un inversor acreditado, un “ángel” en el argot de los negocios, o mejor, un grupo o “banda” de ellos, puede, ciertamente, implicarse en estos campos de alto riesgo pero también de potenciales y explosivos rendimientos financieros.

La situación, sin embargo, es otra, si pensamos en los inversores no acreditados, quienes por su menor cultura financiera y limitados recursos, en general, requieren criterios de inversión prudente y alejados de cualquier tipo de fantasías especulativas.

Las inversiones de individuos con el citado perfil, además de prudencia precisan también de paciencia. En otras palabras, deben ser más lentas en su desarrollo y

(30) El caso en España de Zeltia o Pharmamar y sus investigaciones marinas, es bien expresivo sobre las oportunidades de obtener altos rendimientos por inversores avezados.

aunque siempre habrán de tener posibilidades de crecimiento, deben tener un mayor grado de seguridad y consiguiente menor riesgo.

Ejemplo de ellas podrían ser: la construcción, servicios de limpieza y mantenimiento y algunas franquicias de marcas consolidadas tales como restaurantes, tiendas de ropa, etc...

III-2 Inversiones por Motivos Sociales o Ideológicos

En este tipo de inversión no se busca, obviamente, el mayor rendimiento económico, sino que los integrantes del grupo o “crowd” pretenden apoyar proyectos con los que se sienten identificados en mayor o menor grado. En un mundo, por ejemplo, en que el feminismo, aunque con notorio retraso, está adquiriendo un auge extraordinario en busca de una legítima paridad o igualdad, puede resultar muy satisfactorio el que una campaña de crowdfunding pueda atraer a un número considerable de mujeres (y también de hombres) para promover proyectos de todo tipo de jóvenes empresarias.

El emprendimiento de la mujer, tan necesario en un ámbito tan tradicionalmente de hombres como el de los negocios, puede ser una bandera de enganche exitosa para “ángeles” acreditados o inversores de a pié.

La preocupación ecológica, la “revolución verde” en el cultivo de productos alimenticios, la eliminación de pesticidas químicos, los proyectos de energías renovables a través de pequeñas centrales hidroeléctricas, los paneles solares en edificios, el desarrollo sostenible, etc..., atraen, sin duda a un contingente de inversores “idealistas”, dispuestos a colaborar en causas nobles.

Los miembros de diásporas de emigrantes en otros países, pero vinculados sentimentalmente a sus lugares de origen, brindan otro ejemplo, según nuestra propia experiencia, de posibles y reales inversiones.

Así, los irlandeses, los italianos, los más de 50 millones de “hispanos” en los Estados Unidos, las diásporas de españoles en México y América del Sur, los armenios refugiados en Francia, huyendo del genocidio y, sobre todo, los judíos dispersos por el ancho mundo, ofrecen un buen ejemplo de inversores por razones no estrictamente económicas, sino sociales o ideológicas.

Las inversiones crowdfunding por razones de promoción de una región o localidad, puede también tener estimable atracción. Ejemplo de ello pueden ser, ahora, las referentes a equipamientos culturales o de otro tipo, tales como escuelas profesionales, de disciplinas artísticas, teatros, residencias de ancianos, centros lúdicos, bodegas, boutiques, cerveceras, etc., que en una variante del modelo cooperativo, pueden contribuir a crear puestos de trabajo, aportar mejoras asistenciales, culturales y lúdicas y, en definitiva, promover integralmente la región o área local, buscando el bienestar general.

IV. Investigación Necesaria Previa a la Inversión: Due Diligence (DD)

IV-1 General

Hasta aquí, hemos examinado en detalle la estrategia a seguir, para que un posible inversor en crowdfunding, pueda reunir una cartera de inversiones equilibrada y dentro de cada sector, en qué empresas concretas llevarlo a cabo, dependiendo de las motivaciones que le impulsen a la inversión: estricto rendimiento económico o promoción de causas sociales.

Tomada ya la decisión de invertir en un sector y empresa determinada, un elemental deber de prudencia y buen sentido implica llevar a cabo una investigación, lo más exigente posible, sobre los aspectos más relevantes: legales, financieros y de negocio del proyecto objeto de la inversión. Esto es lo que se conoce en el argot de los negocios como “due diligence”, aplicada a

muchos ámbitos mercantiles y singularmente a los de inversiones y adquisiciones de empresas.

El diccionario jurídico estadounidense, Black's Law Dictionary, ³¹ define la “due diligence”, dentro de la acepción relativa a corporaciones y títulos valores, como “la investigación y análisis que un potencial adquirente o agente intermediario realiza respecto a una empresa objetivo, un activo o un valor mobiliario recientemente emitido”.

Por su parte, Arthur H. Rosebloom ³² define también la “due diligence” como “la investigación que un inversor o sus agentes o asesores llevan a cabo sobre las precisas y completas características del negocio o empresa en proceso de adquisición o cuyos valores o acciones van a ser objeto de compra en su caso”.

Entre nosotros, el profesor Luis Hernando Cebriá³³ traduce la expresión anglosajona como “revisión legal”, indicando que “la expresión “due diligence” se ha convertido en la fórmula habitual dentro de nuestra práctica jurídico-mercantil; con ella se pretende describir, en esencia, el proceso de verificación técnica que ha de llevarse a cabo con motivo de operaciones inversoras relevantes en actividades empresariales o más frecuentemente respecto de adquisiciones y fusiones de empresas”.

Estas labores de investigación las puede realizar en el crowdfunding, en principio, las propias plataformas de financiación participativa. Así, nuestra LFFE

(31) Black's Law Dictionary, Third Pocket Edition, EE.UU., Bryan A. Garner, Editor in Chief, Thomson-West, 2006, p. 208.

(32) Rosebloom, Arthur H.: “Due Diligence for Global Deal Making”, New York, Bloomberg Press, 2002, p. 3.

(33) Hernando Cebriá, L.: “La Revisión Legal, (Legal Due Diligence)” Granada, Editorial Comares, 2008, pags. 5, 15, 19, 43.

establece, como ya hemos mencionado en otros capítulos de este trabajo, una obligación implícita general contenida en el art. 51, Servicios de las PFP. Su apartado 1.a) menciona específicamente: “la recepción, selección y publicación de proyectos”.

Para que una plataforma pueda recibir y publicar un proyecto de financiación participativa, habrá de seleccionarlo entre otros varios, lo cual supone un juicio de valor dentro de un deber de diligencia, que encierra ya un primer aval del proyecto.

No contento con este deber implícito, el mismo art. 51, en su apartado 2, nos dice textualmente que “las plataformas de financiación participativa podrán prestar servicios auxiliares distintos a los previstos en el apartado anterior. Dichos servicios podrán consistir entre otros en:

“2-b) El análisis de los proyectos de financiación participativa recibidos, la determinación del nivel de riesgo que implica cada proyecto para los inversores y la determinación de cualquier otra variable que resulte útil para que los inversores tomen la decisión de inversión. La publicación, clasificación y agrupación de tal información en términos objetivos, sin realizar recomendaciones personalizadas, no constituirá asesoramiento financiero”.

De la observación del contenido de este artículo, se ve que hay una obligación expresa por parte de las PFP de analizar con el cuidado que se requiere de “un ordenado empresario o representante leal”, según rezan nuestras leyes mercantiles, los proyectos de financiación que reciben en su web.

El apartado 2 del mismo artículo 51 avanza, como hemos visto, un paso más, sugiriendo o permitiendo que las plataformas puedan, si así lo prefieren, o sea como una posibilidad optativa, investigar las circunstancias del proyecto y específicamente su nivel de riesgo.

Estamos seguros de que esa alternativa encierra una indudable utilidad, tanto para los inversores que ven acrecentada su seguridad jurídica, como para las plataformas que pueden así engrosar su cuenta de resultados, mediante cobro de los correspondientes honorarios.

Sin embargo, un inversor prudente o precavido, sobre todo si no es acreditado o “ángel” experimentado, no debería contentarse con la evaluación ofrecida por la PFP, sino que habría de exigir mayores seguridades.

Es evidente, por otra parte, que si se trata de pequeñas cantidades de inversión, no es económicamente razonable el contratar por su cuenta un abogado u otro experto para llevar a cabo una investigación completa o exhaustiva del posible objeto de la inversión. De aquí la conveniencia o más bien necesidad, de algún tipo de asociación con otros inversores para realizar esta tarea sin un desproporcionado coste.

Puede darse el caso de manera excepcional en que, por tratarse de un proyecto local o vecinal, el inversor tenga suficiente conocimiento de primera mano y no sea necesario, por tanto, otra ayuda.

Del mismo modo, existen supuestos en que el posible inversor conozca el proyecto por tratarse de un tipo de actividad idéntica o conexas con la habitual del inversor. En estos dos supuestos u otros parecidos, podría prescindirse, quizás, de ulteriores análisis.

Para la generalidad de los casos, no obstante, es sumamente aconsejable la realización de una “diligencia debida” o revisión legal o integral, para evitar sobresaltos en forma de fraudes, estafas, omisiones intencionadas o involuntarias y falta de transparencia en general.³⁴

(34) Sería oportuno aquí citar la frase del antiguo presidente de los Estados Unidos, Ronald Reagan: “*confía pero verifica*”.

Esta necesidad ha sido ampliamente contrastada en el ámbito de los negocios y singularmente en el campo de las llamadas usualmente fusiones, absorciones y adquisiciones de empresas en general. Se trata de operaciones que en el argot de la banca de inversiones se conoce como “M.A.” o “Mergers & Acquisitions”, según la terminología anglosajona.

No olvidamos, ciertamente, que al hablar de crowdfunding de inversiones, estamos tratando de proporcionar recursos, en general, a startups o PYMES, no a las grandes corporaciones objeto de la intervención de los banqueros de inversiones.

El tamaño de la inversión importa y mucho a la hora de llevar a cabo una inversión, pero el principio subyacente de cautela, prudencia y verificación asociado a la “due diligence” es, o debe ser, inherente a toda inversión.

La definición de esta práctica necesaria es relativamente simple en su concepción, aunque compleja e incluso prolija en su realización. Como indican algunos autores estadounidenses,³⁵ “invertir en valores privados es como adquirir un apartamento residencial, en el sentido de que una persona dedica una cantidad sustancial de dinero en algo en que piensa vivir por bastante tiempo”.

Se trata básicamente de llevar a cabo una indagación o pesquisa lo más completa posible sobre los elementos más relevantes de un proyecto, tanto de las características objetivas del mismo, como de sus promotores y demás responsables.

IV-2 Tipos de “Due Diligence” (DD)

(35) Ibidem, Freedman David M. & Nutting, Matthew R. “Equity Crowdfunding for Investors”, p. 205.

Tradicionalmente se ha estructurado esta investigación en tres amplios capítulos que son: Legal, financiero y operacional, o del negocio.

Los tres son muy importantes y no conviene dejar de lado ninguno para evitar sorpresas desagradables. Para obviar innecesarias y cansinas repeticiones, nos referiremos en lo sucesivo a la “due diligence” como DD.

IV-2.a) Due Diligence (DD) Legal

La DD legal se refiere, como su nombre lo indica, a la investigación sobre la existencia y desarrollo de la entidad en que se incardina el proyecto normalmente, en el caso de España, una sociedad limitada.

Habrà pues que examinar los documentos de constitución, básicamente la escritura notarial, con el capital social y los desembolsos del mismo por los fundadores o suscriptores de las participaciones sociales. Si la empresa lleva en funcionamiento algún tiempo, cerciorarse de posibles ampliaciones de capital, suscripciones de participaciones adicionales y sus desembolsos correspondientes, todo ello conforme a la Ley de Sociedades de Capital.³⁶

Será corolario necesario el analizar los estatutos sociales, especialmente el objeto social, bien circunscrito a una actividad concreta o redactado de manera amplia, susceptible de emprendimientos varios, principales o accesorios.

Se revisará, también, el sistema de gobierno de la startup, los nombramientos de administrador único o varios, solidaria o mancomunadamente, o consejo de administración, investigando si sus nombramientos se han realizado, cumpliendo

(36) Ley de Sociedades de Capital, texto refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de Julio.

escrupulosamente con los requerimientos estatutarios. La escritura de fundación deberá constar obviamente inscrita en el Registro Mercantil correspondiente o, en su caso, otros registros exigidos.

Es también muy útil el revisar en detalle las actas de las reuniones del consejo de administración o del administrador único y/o de los administradores solidarios o mancomunados.

Es de rigor igualmente asegurarse de que la startup ha obtenido las pertinentes licencias o permisos de actividad, municipales o de ámbito provincial, autonómico o nacional, para el ejercicio legítimo de su objeto social.

En los casos en que la empresa lleve a cabo servicios profesionales, habrá que asegurarse de que los fundadores, o el personal empleado, reúnen los títulos académicos, diplomas o cualificaciones, requeridos, o superados los procesos de selección exigidos.

La comprobación del abono de los cánones, tasas o impuestos según las leyes y reglamentos aplicables, es también objeto inexcusable de la investigación o DD.

Una advertencia muy oportuna es que al hacer la DD, se debe asegurar el potencial inversor de que todos los documentos arriba citados están a nombre de la startup y no de los fundadores o terceros.

También habrá de examinarse con detenimiento, la página web y el o los nombres de dominio, cerciorándose, de nuevo, de que se hallen a nombre de la PYME y no de los fundadores o promotores del proyecto.³⁷

Por fin, habrá de comprobar el inversor que las cuentas bancarias están a nombre de la sociedad y no de los promotores, por obvias razones y naturalmente, que los

(37) Ibidem, Freedman, David M. & Nutting, Matthew R.: “Equity Crowdfunding for Investors”, p. 210

fondos aportados a través del crowdfunding se depositen en tales cuentas societarias. ³⁸

Capítulo relevante de esta DD legal es verificar con cuidado que los títulos de propiedad industrial, patentes, marcas, diseños, etc., están debidamente otorgados, registrados y mantenidos en vigor, siempre a nombre de la empresa. La misma cautela sirve también para los copyrights y otros elementos de propiedad intelectual. ³⁹

La existencia de licencia de fabricación o usos diversos, tanto en el supuesto de que la compañía startup fuese licenciataria o incluso licenciante, es otro tema a escrutar, analizando los términos y condiciones y el adecuado cumplimiento de los contratos formalizados.

Hasta aquí nos hemos ocupado de los documentos legales que las compañías deben, en general, poseer con arreglo a su configuración específica. No es, sin embargo, quizás muy frecuente, el que una startup sea propietaria “ab initio” de inmuebles. Si así fuera, tendría que comprobarse en la DD legal, la regularidad de sus títulos de propiedad y oportuna inscripción en el Registro de la Propiedad.

Si, como quizás sea más frecuente, la PYME, sobre todo si se dedica a la prestación de servicios en sus diversos tipos, fuese arrendataria de alguna oficina o dependencia, habrá de analizarse las condiciones del arrendamiento tales como duración, derecho de prórroga en su caso, precio, derecho de subarriendo, etc., siempre asumiendo que el contrato está a nombre de la startup.

(38) Ibidem, Freedman, David M. & Nutting, Matthew R.: “Equity Crowdfunding for Investors”, p. 210

(39) Ibidem, Freedman, David M. & Nutting, Matthew R.: “Equity Crowdfunding for Investors”, p. 210-211.

Si se tuvieran equipos, vehículos, software, etc., en régimen de leasing o renting, también habrán de examinarse los contratos con especial foco en plazos, cánones, valor residual y otros.

Es imposible llevar a cabo un DD que cubra todas las posibles contingencias, pero, de todas maneras, es importante o mejor, esencial, intentarlo.

En lo que respecta a contingencias pasivas, no menos relevantes para conocer a fondo la startup objetivo del crowdfunding, deberemos tener en cuenta los siguientes factores:

En primer lugar, se debe investigar si la startup tiene reclamaciones o litigios formales pendientes. Esto puede ocurrir más, naturalmente, si lleva ya algún tiempo de actividad.

Tratándose en general de empresas del sector tecnológico, los pleitos pueden derivarse de posibles infracciones de patentes, marcas, diseños, nombres de dominio y copyright.

Violaciones de contratos varios, como los de leasing, franquicias, impagos de préstamos y otros, pueden haber dado origen también a demandas contra la empresa.

Es, quizás menos habitual, que la startup sea demandante en vez de demandada y entonces tendrá el inversor que asegurarse de que la demanda tiene mérito y está adecuadamente instrumentada y a cargo de juristas competentes.

Un asunto muy importante a considerar, es también, el de la existencia de gravámenes y embargos. Las posibles hipotecas y prendas sin desplazamiento, tiene que ser objeto de examen riguroso, en especial sus importes, plazos, vencimientos anticipados por incumplimiento de cláusulas contractuales, y otros.

Si se tratase de empresas de nueva creación o de corta actividad, las contingencias fiscales no serían significativas, pero en todo caso este capítulo de impuestos

tiene que ser considerado siempre con atención, especialmente en lo que respecta a ejercicios todavía no prescritos.

Una nueva contingencia a tener en cuenta es la de posibles violaciones de la normativa de protección de datos, especialmente ahora a raíz de la reciente normativa de la UE y nacional.⁴⁰

Habrá que considerar, también, las posibles responsabilidades penales de la empresa, en virtud de la última revisión del Código Penal y las obligaciones inherentes al servicio de “compliance”, en su caso.

La comisión de fraude: alterando las cuentas, presentando contratos falsos o evaluaciones exageradas de activos o cifras de negocios hipertrofiadas, beneficios alejados de la realidad, parece ser poco relevante hasta ahora, conforme a las estadísticas más amplias y coherentes, según lo indicamos en capítulos precedentes, pero conviene verificar.⁴¹

Terminaremos este epígrafe, prolijo pero necesario, mencionando también la posibilidad de que la startup, sobre todos si es muy innovativa, haya podido incurrir en violaciones de embargos internacionales como los decretados por los Estados Unidos o la UE, como represalias políticas contra países como Cuba, Rusia, Irán, Corea del Norte, Venezuela u otros.

Estos embargos se pueden dar, a título de ejemplo, en empresas punteras de sectores como la electrónica de última generación y la cibernética o tecnologías de múltiples usos con posibles aplicaciones armamentistas, etc.

(40) Reglamento UE, 2016/679 y Ley Orgánica 3/2018 de 5 de Diciembre 2018 de Protección de Datos

(41) Australian Small Scale Offerings Board (ASSOB)

IV-2.b “Due Diligence” (DD) Financiera

Del mismo modo que la DD legal tiene que ser conducida por un experto legal, la DD financiera necesita la contribución de profesionales de la auditoría y las finanzas.

Esto, en circunstancias normales de investigación sobre empresas de cierto tamaño, se lleva a cabo por medio de auditorías de mayor o menor profundidad, según la importancia de la transacción.

En el supuesto que contemplamos, en que los proyectos objeto del crowdfunding son de reducido tamaño y los potenciales inversores tienden a ser tanto los acreditados como los que no lo son, de limitados recursos, la situación puede ser diferente.

Las auditorías suelen ser caras, aun en los casos de empresas de reducidas dimensiones. Tienden, además a emplear algún tiempo, lo que incrementa lógicamente sus costes.

¿Qué hacer pues en el procedimiento específico del crowdfunding? ¿Habrá que prescindir de las auditorías acortando o simplificando la DD? La respuesta es “no”, claramente.

Sería contradictorio que, pretendiendo las leyes, como hemos comentado anteriormente, proporcionar amparo y protección muy completos a los inversores, prescindiéramos de las cautelas y preocupaciones más elementales.

La solución viene, probablemente, de dos elementos necesarios. Por una parte, tenemos las funciones concretas de tipo imperativo o discrecional asignadas por la LFFE y legislación de desarrollo y concordante a las plataformas de financiación participativa.

Por otra parte, tendremos que pensar que los pequeños accionistas partícipes en el crowdfunding, habrán de buscar algún tipo de asociación o coordinación para llevar a cabo tareas necesarias, pero costosas, a fin de lograr la mayor seguridad jurídica en su inversión.

Como, a diferencia de los ordenamientos jurídicos que tienen sus peculiaridades en cada país, el mundo de las finanzas y prácticas contables es mucho más internacional o universal, nos parece prudente citar aquí una guía para inversores novatos proveniente del país líder en la materia, los Estados Unidos.

En efecto, este manual titulado “Beginners’ Guide to Financial Statements”⁴² publicado por la Securities & Exchange Commission, aconseja a los accionistas bisoños a concentrarse especialmente en los tres puntos siguientes:

a) Beneficios o pérdidas netas.

Habrà de observarse en este capítulo, si los beneficios se incrementan de un ejercicio a otro. Si, por el contrario, la startup está todavía en pérdidas, habrá que ver si estas tienen un ritmo decreciente o no.

b) Facturación o ingresos totales

Si los ingresos son alentadores y la PYME reinvierte los beneficios para incrementar cuota de mercado, aumentar producción o promover su desarrollo de otra manera, no es necesario poner el foco primordialmente en el beneficio actual.

c) Margen de beneficios

Esta cifra refleja el coste de producción de los ingresos. Altos márgenes engendrarán eventualmente beneficios robustos, incluso en un mercado local de

(42) <http://www.sec.gov/investors/pubs/begfinst-mtguide.htm>

reducidas dimensiones. Por el contrario, márgenes reducidos requerirán elevados volúmenes de ventas para poder conseguir beneficios significativos.

Es obvio que estas instrucciones para inversores de nuevo cuño nos parecen útiles para evaluar empresas en las primeras fases de su desarrollo, pero no tendrán utilidad práctica, todavía, para proyectos de empresas aun sin estrenar o sea también “novatas”.

En este último supuesto, habrá de analizarse en detalle proyecciones, condiciones financieras y de otro tipo y tendencias, junto con un incisivo estudio sobre las cualidades y reputación de los fundadores, miembros del consejo de administración, ejecutivos, accionistas existentes, etc., según comentaremos en el epígrafe DD de negocios.

En suma, se deberá hacer conjeturas, extrapolaciones y futuribles, pero siempre con prudencia, realismo y, sobre todo, sentido común.

IV-2.c Due Diligence (DD) Operacional o de Negocio

Este tipo de DD es quizás el más complejo, pues puede abarcar desde el análisis riguroso del nuevo producto o servicio, en sus facetas técnicas con su departamento de I+D, o más frecuentemente el perfil de su inventor o “genio” individual, hasta los suministradores o clientes, pasando por el ambiente competitivo, la conducta de los fundadores o primeros ejecutivos, o su “pasión” por el negocio.

Respecto al nuevo producto o servicio, habrá que escrutar con pragmatismo, si responde a satisfacer las necesidades del futuro consumidor, si existe ya una

demanda o hay que “crearla”, si hay una posible competencia casi inmediata, o cómo se comercializará.⁴³

Elemento fundamental a considerar es el del personal de la empresa o proyecto objetivo, en especial los ejecutivos clave. Entre estos personajes de relevancia crucial, hay que centrarse naturalmente, en los fundadores, que seguramente estarán en el Consejo de Administración o serán administradores únicos. Obviamente, hay que conocer los otros integrantes de dirección, personal relevante en los aspectos tecnológicos y comerciales e incluso los asesores. Al seguir la pista de los ejecutivos cruciales, habrá de fijarse en su educación y experiencia.

Como el objetivo de la inversión en crowdfunding es, en muchos casos, empresas de nueva creación con pretensiones innovativas, será útil investigar en qué otras startups ha trabajado el profesional en cuestión y también indagar si alguna de ellas o muchas, siguen todavía en vida o mejor, tienen un desarrollo boyante.⁴⁴

Algunos expertos tratadistas llegan casi a ser obsesivos en su exploración, tal como David S. Rose,⁴⁵ quien aboga por averiguar aspectos subjetivos, tales como: Pragmatismo de la dirección, su flexibilidad o adaptación a las cambiantes circunstancias y detección de cuando hay que cambiar de rumbo o gestión haciendo “mutis por el foro” y dejando el puesto, por ejemplo, a otro directivo.

Refiriéndonos al realismo en la gestión, el mismo autor nos indica con agudeza lo siguiente: “No quiero oír promesas como que la empresa atraerá una cuota de

(43) Ibidem, Rosenbloom, Arthur H.: “Due Diligence for Global Deal Making”, págs. 9 y s.

(44) Ibidem, Freedman, David M. & Nutting, Matthew R.: “Equity Crowdfunding for Investors”, pág. 223

(45) Ibidem, Rose, David S.: “Angel Investing: The Gust to Making Money and Having Fun Investing in Startups”, págs. 70-79

mercado del diez por ciento de la demanda. En vez de esto, yo quisiera saber quién es el primer cliente, el segundo o el tercero, cómo se les va a captar y a qué coste y, además, ¿repetirán y se harán asiduos? ⁴⁶

Hablando de flexibilidad, Rose continúa, “Siempre ocurre que algo se tuerce en las más fundadas expectativas y entonces los ejecutivos deberán ser capaces de adaptarse o incluso sacar ventaja del tiempo cambiante”. ⁴⁷

El tercer elemento es quizás el más difícil, pues supone reconocer no ser la persona adecuada para pilotar el barco y dejar su puesto, en su caso, a un tercero con otras capacidades o visión del negocio.

Prosigue el citado experto, ⁴⁸ avisando de posibles “señales de peligro” relativas a conductas de un fundador o incluso equipo de gestión de un proyecto, especialmente sobre falta de integridad, apreciaciones de negocio alejadas de la realidad, o ausencia de habilidades profesionales o vitales.

Por su parte, otro inversor acreditado como Paul Graham, ⁴⁹ destaca en los fundadores de la startup, sobre todo la firmeza de carácter, la resiliencia que diríamos ahora. La inteligencia, como el valor, se le supone, pero la determinación o carácter inasequible al desaliento es la clave. La imaginación, el “flash of genius” de los inventores, de los apóstoles de la innovación, es otra condición del promotor muy apreciable.

(46) Ibidem, Rose, David S.: “Angel Investing;The Gust to Making Money and Having Fun Investing in Startups”, págs.70-79

(47) Ibidem, Rose, David S.: “Angel Investing: The Gust to Making Money and Having Fun Investing in Startups”, págs.70-79

(48) Ibidem, Rose, David S.: “Angel Investing: The Gust to Making Money and Having Fun: Investing in Startups”, p. 75

(49) Graham blog, October 2010, <http://www.paulgraham.com/founders>

Respecto al entusiasmo, existen opiniones contradictorias, pues si bien parece en principio necesario, no hay que confundirlo con la ceguera u obstinación en el error y mucho menos con su pariente próximo y nefasto, el fanatismo.

De todas maneras, a veces lo más importante no son los “gurus” infalibles o iluminados, en ocasiones rebosantes de soberbia y desprecio a los demás, sino el equipo, un conjunto de ejecutivos o simples empleados cualificados, perfectamente conjuntados, humildes, pero eficientes.

Un aspecto muy digno de consideración al analizar el equipo de gestión, es el de la diversidad de género. Así, es un hecho que muchas de las empresas, tanto grandes como pequeñas, carecen de representantes femeninos en sus órganos de dirección o son muy reducidos, denunciando una desigualdad de género flagrante.

Esta desigualdad, aparte de ser injusta, se ha demostrado también negativa o contraproducente, desde el punto de vista de la competitividad y por consiguiente del beneficio. Los expertos aconsejan ⁵⁰ que el inversor focalice el tema de la diversidad, “especialmente en empresas cuyos mercados son globales o muy amplios. Por ejemplo: allí donde hombres y mujeres sean clientes en similares proporciones, hay que cerciorarse de que haya hombres y mujeres ocupando puestos clave”.

Como decíamos antes, esta igualdad de género, sobre todo en los máximos órganos de dirección o incluso entre los mandos intermedios, se ha demostrado beneficiosa para el rendimiento empresarial.

Los suizos, maestros en la búsqueda discreta y sin estridencia del beneficio económico, así lo atestiguan: “Los precios de las acciones de grandes compañías,

(50) Ibidem, Freedman, David M. & Nutting, Matthew R.: “Equity Crowdfunding for Investors”, p. 226

con al menos una mujer en el Consejo de Administración, mostraron superiores resultados respecto a aquellas que no tenían ninguna mujer en su Consejo. La situación se reflejó similar en el supuesto de empresas medianas y pequeñas, las startups.”⁵¹

Un fenómeno a tener muy en cuenta, igualmente, al analizar los entresijos de una pequeña empresa, es el del compadreo o nepotismo. Esto ocurre en situaciones como las de elegir como suministradores de insumos a parientes o “paniaguados”, despreciando otras alternativas más económicas o confiables. Otro achaque frecuente y poco aconsejable es el alquiler de instalaciones u oficinas, de parientes, compañeros de cuadrilla o miembros del mismo partido político, salvo siempre que se tomen las debidas cautelas, asegurándose de que sean las más ventajosas, a corto y largo plazo.

Para completar esta revisión de los elementos clave del proyecto o startup en el ámbito operativo o de negocio, tales como los costes, fuentes de financiación, apalancamiento, estimaciones de ventas y otros, Freedman y Nutting,⁵² aconsejan comparar las mismas con las medias de la industria en cuestión, si es que existen.

Datos clave al respecto a considerar, serían, por ejemplo: tasas de crecimiento, márgenes, ingresos por empleado y naturalmente las cifras de mortalidad empresarial.

Nunca hay que tomar las cifras expuestas por el promotor como el colmo de la objetividad. Hay muchos “vendedores de humo”, aun con la mejor voluntad.

(51) “Gender Diversity and Corporate Performance”, Agosto 2012, Credit Suisse AG, Zurich, Suiza.

(52) Ibidem, Freedman, David M. & Nutting, Mathew R.: “Equity Crowdfunding for Investors”, págs. 229-230

Así, de nuevo, el avezado inversor, David Rose ⁵³ nos previene de la necesidad de tomar las proyecciones con cierto escepticismo. Sin embargo, él reconoce el valor, al menos, de que el fundador o promotor se hayan esforzado en trazar con cierto cuidado estas expectativas de costes, ingresos y beneficios.

(53) Ibidem, Rose, David S.: “Angel Investing: The Gust to Making Money and Having Fun Investing in Startups”, p. 86.

CAPITULO SEXTO

Naturaleza Jurídica del Crowdfunding de Inversión

I. General

El tema de la naturaleza jurídica del crowdfunding de inversión, se puede suscitar tanto en los países del llamado Derecho civil o continental, como en los del “common law”. Como en los primeros esta problemática es del obligado y riguroso estudio por la doctrina, la situación no es tan clara en los segundos, por lo que vamos a esbozar brevemente algunas características y matices relevantes del “common law”-

Como ya sabemos, los sistemas legislativos y jurisprudenciales de este segundo grupo, se inspiran en el precedente, o “stare decisis”. Se trata, como sabemos, del método inductivo del estudio del caso: análisis de los hechos (“facts”), indagación de la problemática jurídica (“issues”), razonamiento sobre los posibles remedios o soluciones en base al precedente (“reasoning”) y la consecuencia lógica de este proceso evidenciada a través de una sentencia o “holding”.

Si bien este sistema, a grandes rasgos, es el prevalente en el mundo anglosajón, hay que hacer notar que paralelamente se ha ido desarrollando especialmente a partir del último tercio del siglo XIX, un acervo normativo de producción legislativa comparable al de los países de Derecho civil o codificado, sobre todo en ámbitos como el Derecho de la competencia primero y del mercado de valores, posteriormente, entre otros.

Es nota común a este Derecho, originalmente consuetudinario, pero ampliado posteriormente, como acabamos de mencionar, a elaboraciones legislativas

singulares, a fin de dar solución a problemáticas derivadas de la complejidad creciente de la vida social, la existencia de una actitud de los juristas más bien pragmática o utilitarista, alejada de excesivas elucubraciones doctrinales.

Así, me atrevería a afirmar que el tema de la naturaleza de las instituciones o fenómenos jurídicos, tanto los ya bien contrastados como la propiedad en sus modalidades de inmobiliaria y mobiliaria, o la contratación, o los más novedosos como el que nos ocupa ahora del crowdfunding, no preocupa excesivamente a los juristas del “common law”, atentos siempre primordialmente al precedente o a una regulación prolija y enrevesada a veces hasta extremos laberínticos, en temas como los mercados de valores, las financiaciones sindicadas, las abstrusidades de los derivados, swaps, etc...

La situación es muy distinta en el Derecho civil continental, con normativa codificada y categorías de negocios jurídicos bien estructuradas con sus derechos y obligaciones respectivos y completa caracterización dogmática.

Así, cada vez que aparece un nuevo fenómeno, un “animal” distinto necesitado de una caracterización taxonómica para darle entrada en los nichos normativos ya establecidos, nos es necesario examinarlo con detenimiento y afán de entomólogo para detectar su naturaleza jurídica. Este proceso de identificación nos despejará las incógnitas que el recién llegado suscita.

Así pues, vamos a proceder a tratar de encuadrar el crowdfunding de inversión en alguna de nuestras categorías normativas, en aras de conseguir una mayor seguridad a la hora de conferir derechos y exigir obligaciones a los diversos operadores o sujetos jurídicos.

II. Las Cuentas en Participación -

II-1 Concepto

Los juristas de Derecho continental o codificado, y singularmente los españoles, se han inclinado al encontrarse con la realidad del crowdfunding de inversión en una primera fase, por tratar de incardinarlo dentro de la amplia categoría de las cuentas en participación. Así, los profesores, F.S. León Sanz y A. Navarro Faure ¹ al analizar la función de las mismas cuentas en participación o CP, nos indican que estas “Constituyen un instrumento para facilitar al empresario recursos financieros para el desenvolvimiento de la actividad empresarial o de operaciones determinadas, mediante la contribución de inversores que pretendan beneficiarse de las expectativas de rentabilidad, a través de aportaciones que participan del riesgo de la empresa. Las cuentas en participación se emplean para fines muy diversos y con fórmulas relativamente variadas, gracias a la versatilidad que presenta esta figura, dado su carácter meramente obligacional”.

Dentro de esa plasticidad de las CP, capaz de amparar una pluralidad de iniciativas empresariales, los mismos autores contemplan la posibilidad de incluir también el crowdfunding de inversión. ² Según ellos, “las cuentas en participación pueden servir asimismo de cauce para canalizar las aportaciones que se realicen para impulsar proyectos empresariales a través de plataformas de crowdfunding.”

Apuntan certeramente estos autores al binomio tecnológico de difusión de Internet y las redes sociales para hacer posible su desarrollo: “El empleo de las tecnologías de la comunicación y de las redes sociales en Internet es un instrumento para dar a conocer las necesidades de inversión de pequeñas empresas y facilitar que aquellos que estén interesados puedan participar como

(1) León Sanz, F.S. y Navarro Faure, A., “Las Cuentas en Participación”, en Capítulo 5, de “Contratos”, Tomo VI, Contratos de Estructura Asociativa, M. Izquierdo Tolsada (Director), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2014, p. 253

(2) Ibidem, León Sanz, F.S., Navarro Faure, A., “Las Cuentas en Participación”, p. 254

inversores. Las cuentas en participación permiten que los inversores puedan obtener una participación en los resultados del proyecto publicado en el portal de crowdfunding y limitar el riesgo a lo aportado.”

II-2 Origen Histórico

Coinciden muchos estudiosos en mencionar el antecedente de la “commenda” medieval, en virtud de la cual, se desarrollaba como un mecanismo de colaboración lucrativa de inversores, generalmente anónimos u ocultos, con los comerciantes establecidos, en busca de una participación en los beneficios hipotéticos de un negocio establecido u operación puntual de compra-venta de mercancías, importación o exportación, etc.

Una aportación interesante también a la gestación de este contrato de cuentas en participación, nos la brinda López-Triviño,³ quién destaca que en España durante bastantes siglos, por influencia religiosa, “los préstamos con intereses eran considerados usura, con el agravante de que los negocios rentables como hospederías o mesones no eran bien vistos por la nobleza e Iglesia como forma de inversión”. Por ello, aparecieron las cuentas en participación, las cuales no devengan intereses prefijados, sino rendimientos del negocio y al ser contratos privados se dibujaban como la figura perfecta para invertir discretamente.

Nota característica de este fenómeno es, en general, su matiz interno y la no creación de un fondo común. El comerciante que llamaríamos emprendedor u operador del negocio, hace suyos de cara a terceros los capitales empleados, constituyéndose normalmente en único gestor de los mismos, con la obvia contrapartida de manejarlos diligentemente como un ordenado empresario,

(3) López-Triviño, G. “El Crowdfunding de Inversión como Modelo de Cuentapartícipe”, en “Crowdfunding, Aspectos Legales”, Moreno Serrano, E y Cazorla González-Serrano, (Coordinadores), Cizur Menor, Navarra, Thomson ReutersAranzadi, 2016, p. 335

distribuyendo posteriormente los beneficios según lo estipulado contractualmente.

Estas pautas definitorias vienen avaladas ya por el Código de Comercio de 1829.

⁴ El Código de Comercio vigente de 1885, a su vez, dedica cinco artículos a su escueta regulación, los del 239 al 243 del Título II. ⁵

Los citados artículos, incluidos en un título especial, el II, que lo independiza del primero, destinado en sus trece secciones a regular las compañías mercantiles, subrayan, en primer lugar, su carácter interno contractual y la ausencia de creación de un patrimonio común o razón social. Solo el comerciante gestor es el que aparece de cara al exterior, quedando los cuentapartícipes, normalmente en la sombra, si bien interesados en la medida contractual establecida, en los resultados favorables o negativos que se produjesen por la acción del gestor.

Este concepto de participación en resultados queda bien enunciado en el art. 239: “Podrán los comerciantes interesarse los unos en las operaciones de los otros, contribuyendo para ellas con la parte del capital que convinieren y haciéndose partícipes de sus resultados prósperos o adversos en la proporción que determinen”.

La ausencia de patrimonio o fondo común, y el papel protagonista único del comerciante gestor se ratifica en el art. 241: “En las negociaciones de que tratan los dos artículos anteriores no se podrá adoptar una razón comercial común a todos los partícipes, ni usar de más crédito directo que el del comerciante que las hace y dirige en su nombre y bajo su responsabilidad individual”.

(4) Código de Comercio 1829, Sección 4, Título II, Libro I, arts. 354-358.

(5) Código de Comercio, 1885, Título Segundo, Arts. 239 a 243.

Según el art. 240, por su parte, la creación de las cuentas en participación prescinde de formalidades especiales, pudiendo llevarse a cabo privadamente por contrato oral o escrito, en línea con el principio espiritualista característico de nuestro Derecho de obligaciones, probándose su existencia por cualquiera de los medios que para los contratos mercantiles dispone el art. 51 del Código de Comercio.

El carácter interno de esta institución está también subrayado en el art. 242, vedándose al cuentapartícipe toda relación con terceros, lo cual, por otra parte, le aísla de cualquier reclamación o responsabilidad respecto a aquellos.

Así, dicho artículo recalca: “Los que contraten con el comerciante que lleve el nombre de la negociación solo tendrán acción contra él y no contra los demás interesados, quienes tampoco la tendrán contra el tercero que contrató con el gestor, a no ser que éste les haga con cesión formal de sus derechos”.

Solo si el cuentapartícipe interviniere abierta o disimuladamente en la gestión, podría alterarse su “status” habitual de no responsabilidad frente a terceros.⁶

El art. 243, asimismo, refuerza el papel protagonista del comerciante gestor, puntualizando que será éste el que procederá a la liquidación, rindiendo cuenta justificada a los cuentapartícipes, una vez terminadas las operaciones contractualmente emprendidas”.

Ante lo esquelético de este marco normativo, ha tenido que ser la jurisprudencia la que llene y aclare las lagunas regulatorias advertidas.

(6) Martínez Balmaseda, Arantza: “La Responsabilidad del Cuenta-partícipe frente a Terceros. Fundamento Jurídico y Características” Rev. Derecho Mercantil, N° 310, Octubre-Diciembre, 2018, págs. 285 y s.

II-3 Naturaleza Jurídica de las Cuentas en Participación

Tanto las resoluciones jurisprudenciales como las opiniones de la doctrina, al hilo, muchas veces, de sentencias judiciales en disputas suscitadas entre comerciante gestor y cuentapartícipes, o en las relaciones de éstos con terceros, han oscilado entre la consideración de las mismas como un contrato típico de carácter sinalagmático entre el gestor y el cuentapartícipe, o bien como sociedad de carácter interno.

En un principio la jurisprudencia y la doctrina ⁷ se inclinaron por el concepto meramente contractual, señalando la ausencia de un patrimonio común y la carencia de personalidad jurídica propia como elementos que lo diferencian de las sociedades civiles y mercantiles.

Persona tan autorizada como el Profesor Garrigues ⁸ avala esta posición, en base a los mismos elementos de la falta de patrimonio común y de personalidad propia.

Sin embargo, modernamente la jurisprudencia ha dado un giro, reconociendo casi unánimemente la naturaleza societaria de las cuentas en participación, a consecuencia, precisamente, del contenido del art. 239, cuando reza que los comerciantes “podrán interesarse los unos en las operaciones de los otros contribuyendo para ellas con la parte de capital que convinieren y haciéndose partícipes de sus resultados prósperos o adversos en la proporción que determinen”. ⁹

(7) Sentencia del Tribunal Supremo 63/1998 de 5 de Febrero (RS. 1998, 407) y Sentencia Audiencia Provincial Madrid 275/2004 de 7 de Mayo (AC 2004, 1719)

(8) Garrigues, Joaquín, “Curso de Derecho Mercantil”, Tomo II, Madrid, Garrigues, 1962, p. 52

(9) Sentencia del Tribunal Supremo 464 (2008) de 30 de Mayo (RS. 2008, 3192)

La naturaleza de las cuentas en participación como sociedad de carácter interno, ha sido mantenida entre otros también, por una sentencia de la Audiencia Provincial de Baleares ¹⁰ que, de manera más expresiva, confirma que “las cuentas en participación (art. 239 del Código de Comercio), son el único tipo de sociedad interna que conoce el Derecho Mercantil: “Se trata de una forma asociativa entre empresarios individuales o sociales que hace posible el concurso de uno de ellos, el partícipe, en el negocio o empresa de otro, el gestor, quedando ambos a resultas del éxito o fracaso de este último.” Su condición de sociedad, añade, no ofrece dudas: “el fin común perseguido es la obtención de ganancias mediante la explotación del negocio del gestor y ambas partes contribuyen a su consecución.”

Con respecto a la doctrina, ésta también parece decantarse mayoritariamente por la naturaleza societaria de la institución, apoyándose, de nuevo, en el mencionado art. 239 del C. de Comercio, y detectando como causa del contrato la consecución del fin común mediante aporte de capitales, ateniéndose después a los resultados favorables o negativos del empeño, teniéndose siempre en cuenta la actividad normalmente única del comerciante gestor. ¹¹

La causa, pues, del contrato de cuentas en participación, coincide con la definitoria de las sociedades, que no es otra que la consecución de un objetivo común.

(10) Sentencia Audiencia Provincial, Baleares, 254/2004 de 21 de Junio (AC 2004, 958)

(11) Fernández de Gándara, L.: “Las Cuentas en participación: Un ensayo de caracterización dogmática y funcional”, Valladolid, Estudios de Derecho Mercantil: Homenaje al profesor Justino F. Duque, 1998. Vol I, págs. 259 y s.

El punto de inflexión para la consideración de la institución como sociedad interna, supuso la autoridad del profesor Girón.¹²

Otros tratadistas siguen la senda abierta de considerar las cuentas en participación, aun reconociendo su estructura “sui generis”, “como perteneciente a la gran familia societaria,¹³ puesto que es preciso reconocer:

- 1.- Que crea entre las partes una relación de tipo asociativo.
- 2.- Revela un fin lucrativo común
- 3.- Hay un empleo de medios aportados por las partes y
- 4.- Conduce a un reparto de beneficios y pérdidas derivadas de los negocios comerciales constitutivos de su objeto”.

II-4 Posible Aplicación de las Cuentas en Participación al Crowdfunding

La posibilidad de aplicación del vehículo de las cuentas en participación al crowdfunding ha sido planteada por un buen número de autores.

En efecto, este contrato permitiría por su flexibilidad, unido al desarrollo tecnológico de Internet y la actividad de las plataformas de financiación empresarial, la materialización de la inversión de una masa de ahorradores, de manera interna, sin la creación de un fondo común ni especiales formalidades.

(12) Girón Tena, J.: “Derecho de Sociedades, I, Madrid, 1976, págs. 77-79

(13) Baldo del Castaño, V. “De las Cuentas en Participación”, Comentarios al Código de Comercio, Tomo II, Barcelona, Atelier, 2002

El socio gestor figuraría como único titular del negocio en las relaciones externas, respondiendo solo con su patrimonio, y quedando obligado internamente según los términos del acuerdo celebrado con la masa de inversores.

Así, el profesor Gimeno ¹⁴ nos explica que “este elemento de la financiación a título propio ha sido considerado por la doctrina como una de las nuevas funciones más acusadas de las cuentas en participación”.

Del mismo modo, Arantza Martínez Balmaseda ¹⁵ destaca, en general, el amplio margen que permite este contrato, en virtud del principio de la autonomía de la voluntad y la ausencia también de formalidades en su constitución según el artículo 240 del Código de Comercio (CdC), conforme a lo que previamente resaltamos.

Otra ventaja, insisten los estudiosos, es el hecho de ser una sociedad interna que permite, además de la inexistencia de una responsabilidad de cara a terceros, el anonimato de los cuentapartícipes, importante sobre todo en aquellos casos en que se exige determinados requisitos o titulaciones específicas para el ejercicio de la actividad de negocio en cuestión. Clásico ejemplo es el de la titularidad de los establecimientos de farmacias.

Un problema que se suscita es el de la aparente necesidad de que tanto el gestor de la empresa como los cuentapartícipes sean comerciantes, conforme a lo

(14) Gimeno Ribes, Miguel: “Aproximación a la Naturaleza Jurídica del Crowdfunding”, Revista de Derecho Mercantil, nº 291, Enero-Marzo 2014, pág. 477

(15) Martínez Balmaseda, A.: “Las nuevas funciones de las cuentas en participación”, Cuadernos de Derecho y Comercio, SDS 58, 2012, págs. 249-270

expresado en el art. 239 del C. de Comercio: “Podrán los comerciantes interesarse los unos en las operaciones de los otros”.

No parece haber obstáculo en que el solicitante de los fondos, el gestor, tenga la consideración de comerciante, conforme a lo establecido en el art. 1 del C. de Comercio, pues en la mayoría de los casos se tratará de un individuo o empresa que reúna los requisitos de dicho art. 1. Se tratará, bien de “personas que, teniendo la capacidad legal para el ejercicio del comercio, se dediquen a él habitualmente” (art. 1-1º), o “serán compañías mercantiles o industriales que se constituyeren con arreglo a este Código” (art. 1- 2º).

En cuanto a los simples cuentapartícipes, la situación es más complicada. Incluso entonces, apunta Gimeno,¹⁶ hay autores como Fernández de la Gándara que no consideran necesario que aquellos tengan la condición de comerciantes.

El citado autor Fernández de la Gándara, que justifica su postura en la jurisprudencia más actual, recurre además a un razonamiento bien fundado, esto es, que si no es necesario el que los accionistas de las sociedades capitalistas sean comerciantes, no parece “a fortiori” convincente el que lo sean los cuentapartícipes.

Sobre el delicado problema del standard de diligencia exigible al titular de las CP, Gimeno tercia aquí, mencionando al Profesor Embid Irujo,¹⁷ quién mantiene que se habría de aplicar por analogía los deberes de fidelidad y lealtad exigidos a

(16) Ibidem, Gimeno Ribes, Miguel: “Aproximación a la Naturaleza Jurídica del Crowdfunding”, p 479

(17) Embid Irujo, J.M.: “Apuntes sobre los deberes de fidelidad y lealtad de los administradores de las Sociedad Anónimas”, CDC 46, 2006, págs. 9-48

los miembros del Consejo de las sociedades capitalistas, según el art. 225 y el 227 de la Ley de Sociedades de Capital.¹⁸

Por su parte, otro destacado pionero en el estudio del crowdfunding de inversión, como Segismundo Alvarez Royo-Villanova,¹⁹ apoyándose también en el art. 239 del CdC, manifiesta que el contenido de éste, la aportación de capital por todos los cuentapartícipes y la búsqueda de los resultados prósperos o adversos de la inversión “de entrada parece coincidir con el espíritu de la inversión en masa”.

El mismo autor, sin embargo, no deja de advertir sobre posible la falta del requisito de comerciante de los cuentapartícipes, dificultades de aislar a los mismos de responsabilidades cara a terceros, los problemas prácticos que plantea la gestión de la pluralidad de la masa de inversores, etc.

Hay que hacer notar, de todos modos, que este autor examina con alto grado de rigor el contenido del anteproyecto de la ley regulatoria del crowdfunding de inversión en España, que tuvo diversos avatares, demoras y suspicacias por parte del legislador, por el riesgo de fraude y lavado de fondos y que solamente se tradujo en ley muchos años más tarde, en 2015, como luego comentaremos.²⁰

(18) Ibidem, Gimeno Ribes, Miguel –“Aproximación a la Naturaleza Jurídica del Crowdfunding” p. 479

(19) Alvarez Royo-Villanova, S.: “Financiación para Empresas Innovadoras: Capital Riesgo, Business Angels y Crowdfunding”. Diario La Ley, 8033, 2013.

(20) Ibidem, Alvarez Royo-Villanova S.: “Financiación para Empresas Innovadoras: Capital Riesgo, Business Angels y Crowdfunding”. Diario La Ley, 8033, 2013.

De nuevo Gimeno se plantea ²¹ el caso de que el gestor o titular del proyecto objeto de inversión se constituya como sociedad capitalista y por tanto mercantil, por razón de la forma, en el sentido de la Ley de Sociedades de Capital, aunque el objeto de tal proyecto no sea mercantil. Para este experto “el crowdfunding podría ser utilizado por uno solo de los socios, probablemente el principal, para recaudar fondos de una masa de mecenas”.

El anterior autor, buen conocedor del Derecho alemán, se inspira en la GmbH tan difundida en Alemania, en la que uno de los socios de una sociedad capitalista, podría formalizar un contrato de cuentas en participación con inversores o cuentapartícipes ocultos. Para este autor, “el anonimato de éstos y la inexistencia de relación externa alguna con terceros, parece reafirmar la idoneidad de este instrumento para su aplicación al crowdfunding”.

Siguiendo con la observación precedente, este experto ²² llama la atención de la posibilidad de surgimiento de “figuras societarias compuestas, entre las que se puede hacer referencia a la alemana GmbH, en la que una sociedad comanditaria integrada por un socio colectivo, sociedad de responsabilidad limitada, solicitase los fondos, siendo los socios comanditarios los integrantes de la masa del crowdfunding. “Este esquema alemán podría trasplantarse a España en sus equivalentes societarios, pero con el inconveniente de que los socios comanditarios perderían el carácter de cuentapartícipes ocultos.

La figura del “trust”, o negocio fiduciario anglosajón o su pariente germánico, “treuhand”, puede servir también de soporte a relaciones discretas o mejor,

(21) Ibidem, Gimeno Ribes, Miguel: “Aproximación a la Naturaleza Jurídica del Crowdfunding” p. 478

(22) Ibidem, Gimeno Ribes, Miguel: “Aproximación a la Naturaleza Jurídica del Crowdfunding” p. 478-479

ocultas, con inversores anónimos. En este caso, el sujeto activo de la operación, el “trustee”, detenta un patrimonio integrado por aportaciones de inversores ocultos y aparece como titular legal del fondo, ante terceros, pero con la obligación de responder como fiduciario ante los propietarios o inversores beneficiarios.

Es oportuno señalar de todas maneras que Gimeno,²³ construye su teoría sobre la posible aplicación del contrato de cuentas en participación, en su configuración por los art. 239 al 243 del CdC, en el año 2014, cuando todavía no se había publicado la LFFE del 2015. No obstante, su estudio, muy en línea con la finalidad perseguida por el texto legal, tiene indudable oportunidad pues, según lo demuestra, “es la figura que más parece adecuarse a la idea de aportaciones capitalistas, tanto por la flexibilidad del tipo societario, como por la inexistencia de relaciones entre los cuentapartícipes y posible terceros con los que contrate el gestor solicitante de fondos”.

G. López Triviño, asimismo,²⁴ incluso ya después de la publicación de la LFFE, mantiene todavía, a pesar de la diferente caracterización por dicha ley, la utilidad de recurrir a las cuentas en participación, ensalzando especialmente, sus ventajas de

- “Contrato privado, sin intervención de notario
- Agilidad, ya que se puede imprimir, firmar y escanear, evitando trámites suplementarios

(23) Ibidem, Gimeno Ribes, Miguel: “Aproximación a la Naturaleza Jurídica del Crowdfunding” p. 489

(24) López-Triviño, G.: “El Crowdfunding de Inversión con Modelo de Cuentapartícipe, en “Crowdfunding: Aspectos legales”, Moreno Serrano, E y Cazorla González-Serrano, (Coordinadores), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2016, p. 336

- Garantías contractuales, quizás, a través de cláusulas prudenciales insertadas en el contrato, en virtud de la autonomía de la voluntad
- Posible cesión de los derechos inherentes a los resultados o beneficios a terceros, y otros.

En resumen, la clave está, para este experto, en la formalización de un contrato con el empresario gestor, exigiendo auditorías, información puntual y rigurosa sobre el desarrollo del negocio, confidencialidad, etc.

Una ventaja adicional que destaca López Triviño, es que “los rendimientos pagados a los cuentapartícipes inversores serán considerados como gasto deducible” a efectos fiscales.²⁵

Otra diferencia significativa, también, de favor del instrumento que comentamos, es como ya hemos visto al analizar la Ley en capítulos precedentes, que aquellas plataformas que pudiesen actuar utilizando el sistema de cuentas en participación, quedarían exentas no solo de las obligaciones correspondientes a las PFP según la LFFE, sino también del control de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Ahora bien, todo este tipo de seductoras ventajas que el citado autor señala para las cuentas en participación que dibujan un panorama de “mundo feliz”, parecen asignadas especialmente al llamado “crowdfunding de recompensa”, ajeno en principio a nuestro estudio, puesto que el de inversión tiene ya su propio régimen regulatorio, según vamos analizando a lo largo de este trabajo.

(25) Ibidem, López-Triviño, G.: “El Crowdfunding de Inversión con modelo de Cuentapartícipe, en “Crowdfunding: Aspectos legales”, p.336

III. Naturaleza Jurídica del Crowdfunding de Inversión según la Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial

El contrato de cuentas en participación (o CP), como ya hemos visto, ha sido considerado en general por los tratadistas de este nuevo fenómeno de financiación del crowdfunding, como una referencia básica, por aplicación analógica. Se trata en efecto de canalizar el ahorro de un colectivo, quizás numeroso de inversores, para atender las necesidades de financiación de las PYMES, valiéndose de los avances tecnológicos de Internet.

La ausencia de formalidades, la discreción, al ser una sociedad interna y distribuirse netamente las funciones del gestor, fachada ante terceros y las meramente aportantes de capital de los cuentapartícipes, constituyen un válido modelo para el crowdfunding. De hecho, está siendo el esquema utilizado con cierta frecuencia en el de recompensa para diversas iniciativas empresariales.

Sin embargo, todas las legislaciones que se han preocupado hasta ahora de esta alternativa de financiación, no se han contentado con una remisión puntual a las cuentas en participación, en el caso del crowdfunding de inversión, sino que han introducido mecanismos y cautelas que trascienden al Derecho Mercantil.

Como hemos expuesto anteriormente, el Estado intervencionista en la actividad económica, alejado del liberalismo del “laissez faire” del siglo XIX, que informa nuestros vetustos códigos, ha propiciado dentro de la idea fuerza de fomento, un sistema de Derecho administrativo económico, amparándose también en elementos de Derecho mercantil.

Destacando el eje central, como mediador entre promotores e inversores de las plataformas de financiación participativa o PFP, que permea el Título V de la LFFE, éste, como indica García Pita y Lastres,²⁶ “ofrece, por primera vez y al

(26) Ibidem, García-Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financial Crowdfunding”, pags. 34 y 35

parecer sin otros antecedentes normativos, una regulación/ /ordenación sectoriales completas, con un régimen estatutario, un régimen funcional y un régimen sancionador, de contenido netamente jus-publicista, una solución de Derecho administrativo económico, orientado a la ordenación de la actividad aludida y de sus protagonistas”.

Inciendo en el contenido de la LFFE, que, como hemos visto, se puede incardinar en principio en la acción administrativa de fomento, cuyo ejemplo clásico en la subvención, este autor señala también ²⁷ que hay otra manera de ejercer esta potestad a través de la vía legislativa que es la que se ha elegido en este caso, pues “el propio hecho de regular, ordenar o institucionalizar una determinada actividad o materia, puede constituir la forma simple y primera de fomentarla”.

Como recalca además el profesor Noval,²⁸ “A las plataformas de financiación participativa les corresponde desarrollar un papel esencial en la dinamización de este sector”. Estas pueden, entre otras, “prestar también un servicio vital para la mejora de la posición jurídica de los inversores minoritarios en las sociedades en las que participan, a través de un diseño adecuado de las estipulaciones estatutarias y contractuales que van a regir las relaciones entre promotores e inversores”.

En efecto, no se trata solo de apoyar o de “empujar” para conseguir un fin determinado, caso típico de las subvenciones o políticas fiscales, sino que se instrumentan una serie de cautelas o medidas de seguridad que son más propias

(27) Ibidem, García-Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financial Crowdfunding”, p. 38.

(28) Noval Pato, J.: “Principios Básicos de Regulación del Equity Crowdfunding”, Rev. Derecho Mercantil nº 310, Octubre-Diciembre 2018, pags. 191 y 202-203

de la policía administrativa.²⁹ En resumen, se utiliza la técnica de la coacción, que afecta básicamente a las PFP, que vienen a representar la piedra angular del sistema.

Los promotores de proyectos y más especialmente los inversores, son objeto de protección y apoyo para conseguir esta “vía alternativa de financiación”, del crowdfunding, que se identifica en la Exposición de Motivos de la LFFE.

Si bien, como ya hemos dicho, la LFFE tiene una fuerte caracterización dentro del amplio concepto de fomento o incluso de policía administrativa, expresiones ambas de la intervención del Estado en la economía, participa también, como no podía ser menos, de indudables vinculaciones con el Derecho Mercantil.

En este último sentido, y siguiendo el articulado de la LFFE, nos encontramos con que ya en el primer artículo, el 46 del Título V, se menciona la actividad de las PFP como la de mediar o “poner en contacto”, a la pluralidad de inversores que ofrecen financiación, con los solicitantes de la misma o promotores para destinarla a un proyecto determinado.

Avanzando un paso más, vemos en el art. 55-c la exigencia de que las PFP “deban revertir la forma de sociedad de capital, exigiéndose además que estén dotadas de un capital íntegramente desembolsado de al menos 60.000 euros” (art. 56-a). La inscripción correspondiente en el Registro Mercantil, está contemplada, también, entre otros, en el art. 48 de la Ley.

Todos estos requisitos de las PFP y otros como los exigidos por el art. 50, Formas de Financiación Participativa, en que se establece que “los proyectos de financiación participativa podrán instrumentarse a través de la emisión o

(29) Ibidem, García-Pita y Lastres, José Luis: “Plataformas de Financiación Participativa y Financial Crowdfunding”, pags. 38-39.

suscripción de obligaciones, acciones ordinarias y privilegiadas u otros valores representativos de capital”, (art. 50-a), o “la emisión o suscripción de participaciones de sociedades de responsabilidad limitada (art. 50-b)”, están, como sabemos, regulados por el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, Real Decreto Legislativo 1/2010 de 2 de Julio.

La LFFE, asimismo, teniendo en cuenta las especiales circunstancias de la participación en un proyecto de un número quizás elevado de inversores y la utilización básica de medios tecnológicos, típica de este tipo de crowdfunding, regula en su artículo 80 ciertos requisitos que deben incluirse en los estatutos sociales o reglamento de las empresas promotoras.

En este sentido, tal artículo 80 en su apartado 1, a), b) y c), exige que se incluyan en dichos textos: El derecho de asistencia a la Junta por medios telemáticos, en los términos del art. 182 de la Ley de Sociedades de Capital, el reconocimiento del derecho de representación en la Junta General por cualquier persona y la comunicación inmediata a la sociedad y terceros, de los pactos parasociales sobre ejercicio del derecho de voto y transmisibilidad de las acciones y participaciones sociales.

Advierte, además este artículo 80 en su apartado 2, que el incumplimiento de los arriba citados requisitos acarreará la sanción extrema de nulidad.

Al llegar al tema de la emisión de acciones o participaciones, es obligado referirnos a los Mercados de Valores y su normativa básica del Texto Refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de Octubre, art. 33 y siguientes. Ya el anterior art. 50, menciona, en su apartado 1.a) la norma original: Ley 24/1988, al referirse en los artículos 77 y siguientes de la LFFE: a la idoneidad de los valores emitidos, a la información exigida al promotor que emite valores y la referente a la oferta de valores, describiendo el tipo y clase de los mismos y otras circunstancias relevantes.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en cuyo seno se establece un registro público de las PFP, participará igualmente en la creación de las PFP y su posterior vigilancia.

Sin embargo, en lo que respecta a la emisión y oferta de valores por el promotor (arts. 77 al 79), la intervención de la CNMV es más problemática, pues a pesar de lo indicado en los arts. 50-a, sobre emisión y suscripción de valores cuando no precise y carezca de folleto de emisión informativo y 77, ya mencionado, es claro, según el art. 83, entre otros, que “el proyecto de financiación participativa no es objeto de autorización ni de supervisión por la CNMV y la información facilitada por el promotor no ha sido revisada por ella”.

En resumen: a la vista de todo lo que hemos expuesto, podemos concluir que la naturaleza del crowdfunding de inversión es híbrida o “sui generis”, pues si, por una parte, contiene elementos de Derecho económico administrativo, encuadrados en la clásica función de fomento o incluso policía administrativa. Esta, como hemos repetido, encierra la coacción ejercida a través de la regulación de las plataformas de financiación participativa. Por otra parte, son también evidentes sus concomitancias con el Derecho mercantil, con ecos en instituciones como el contrato de cuentas en participación.

TERCERA PARTE

CROWDFUNDING Y DERECHO DE SOCIEDADES

CAPITULO SEPTIMO

Los especiales condicionamientos del crowdfunding de inversión.

I. Introducción

Concluíamos el Capítulo Sexto manifestando que la naturaleza jurídica del crowdfunding de inversión, tal y como lo configura la LFFE, participa de una cualidad de Derecho público administrativo económico en su modalidad de fomento, en este caso de la financiación empresarial, con evidentes fundamentos y consecuencias, en el Derecho mercantil.

Esta vinculación con el Derecho mercantil se refleja en múltiples aspectos del crowdfunding de inversión y sus peculiaridades, que vamos a continuación a desarrollar, tanto en este Capítulo Séptimo como en el Octavo de esta tesis.

II. Temas societarios

II-1 La posible existencia de un número elevado de pequeños accionistas no acreditados. Sus condicionamientos y límites.

A lo largo de este trabajo hemos ido relatando la trayectoria del crowdfunding de inversión, fenómeno singular que aparece en el universo de la inversión empresarial en la primera década del nuevo milenio, preponderantemente en el mundo anglosajón.

Como algunos otros exponentes de momentos de crisis, tal como ocurrió en el 2008, con el estallido de la Gran Recesión, la necesidad acuciante de hallar financiación para las pequeñas empresas, bautizadas como startups, fue la espoleta que hizo agudizar el ingenio a fin de encontrar soluciones para llenar ese vacío de recursos.

La eclosión profusa al mismo tiempo de iniciativas emprendedoras de acusado matiz innovador especialmente en el ámbito tecnológico, con acusada concentración en nidos de “genios” o menos genios en lugares como Silicon Valley y otros, hizo todavía más necesaria una adecuada respuesta financiera.

La revolución que representa el crowdfunding, como experimento económico-social, supone un cambio significativo en el universo de la inversión. El que cientos o miles de individuos dediquen una parte de sus limitados ahorros a cubrir la penuria financiera de pequeñas empresas, con ideas innovadoras, quizás potencialmente exitosas y monetarizables a medio plazo, suponen un nuevo mundo de posibilidades.

Aparte del hecho de democratizar la inversión, con este acceso de amplias capas sociales a la financiación, hay que destacar también los beneficios inducidos de apoyo a las pequeñas empresas, a veces con intuiciones o ideas innovadoras y el fomento del empleo, con sustanciales aportes a la economía nacional y al bienestar general.

Del lado de la oferta de inversión, todas las legislaciones han impuesto límites, quizás excesivamente modestos, a las cantidades que los inversores no acreditados pueden invertir en proyectos concretos y en períodos de tiempo determinados.

Tales límites, como ya puntualizamos en otro lugar de este estudio, dependen básicamente del nivel de ingresos y del patrimonio financiero del inversor.

Ciñéndonos a nuestra Ley de Fomento de Financiación Empresarial o LFFE, dichos límites fueron ampliamente comentados en el Capítulo Quinto de esta tesis.

Así, la LFFE en su Capítulo V, denominado explícitamente “Protección del Inversor”, señala detalladamente en sus artículos 81 y 82, los límites de la

inversión en un proyecto determinado por parte de los inversores más necesitados de tutela, esto es de los no acreditados.

Dentro de esta idea de defensa escrupulosa del pequeño ahorrador lego en materia financiera, hay que resaltar el requisito de información previo a la inversión, a cargo de las plataformas de financiación participativa o PFP. Así, el art. 83 de la LFFE, establece que antes de la inversión en un proyecto determinado, las PFP deberán garantizar que el inversor no acreditado recibe y acepta una comunicación “ad hoc”, en la que básicamente se le advierte de los riesgos en que puede incurrir.

Volviendo a los condicionamientos de la emisión de acciones o participaciones, por parte de las sociedades de capital a través de las que se materializa el proyecto empresarial de la startup, tenemos que recordar, de nuevo, tal y como lo comentamos en el Capítulo Cuarto los preceptos del art. 49 de la LFFE, que definen los parámetros concretos de los proyectos susceptibles de la inversión “crowdfunding”. Según dicho artículo en su Apartado c), los proyectos objetivo de la financiación, habrán de ser de carácter “empresarial, formativo o de consumo”.

No contento el legislador con circunscribir el objeto específico de esta modalidad de inversión, dentro de la normativa de derecho administrativo económico de fomento con su carácter intervencionista, enuncia también aquellos proyectos que quedan tajantemente excluidos de esta modalidad de crowdfunding

El mismo Apartado c) del art. 49, utiliza un lenguaje inequívoco de exclusión de posibles proyectos con expresiones como que “en ningún caso” los mismos puedan consistir en actividades de financiación profesional al público, suscripción o adquisición de acciones, participaciones u otros instrumentos financieros admitidos a negociación en mercados regulados nacionales o extranjeros o en instituciones o fondos de inversión colectiva, de capital riesgo u

otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y sus respectivas sociedades gestoras.

Por su parte, el artículo 50 nos desvela la manera en que se podrán instrumentar los proyectos, entendiéndose como promotor la sociedad de capital que vaya a emitir las acciones ordinarias o privilegiadas, obligaciones u otros valores representativos de capital. Como ya mencionamos en el Capítulo Quinto, estos valores no precisan o carecen de folleto de emisión, conforme al art. 25 y siguientes de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores y arts. 33 y siguientes del vigente Texto Refundido del Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de Octubre (apartado 1.a) del art. 50) de la LFFE.

Otra forma de financiación participativa, según el Apartado 1.b) del citado art. 50 de la LFFE, es la emisión o suscripción de participaciones en sociedades limitadas.

Como sintetiza también E. Moreno Serrano ¹ refiriéndose al art. 49 b), “las sociedades de capital promotoras deben solicitar la financiación en nombre propio plasmándose la misma a través de un aumento de capital mediante la emisión o suscripción de acciones o participaciones destinándose el importe de la aportación a financiar exclusivamente un proyecto concreto suyo”, con las características y exclusiones ya antes indicadas en el art. 49 c). La razón de tales limitaciones es para este autor, “que el legislador quiere que los inversores no puedan verse afectados por actividades que implican en sí mismas, un mayor riesgo para poder obtener un rendimiento dinerario”.

(1) Moreno Serrano, E.: “La instrumentación del crowdfunding mediante la emisión de acciones o participaciones” en “Crowdfunding, Aspectos Legales”, E. Moreno Serrano y Luis Cazorla González- Serrano, Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2016, pags. 219-220.

II-2 La inversión a través de medios electrónicos e internet. Sus peculiaridades.

Las notas características del crowdfunding de inversión con, como ya lo hemos indicado repetidamente, por una parte, el acceso de inversores carentes de conocimientos financieros a la inversión, normalmente a favor de pequeñas empresas o startups y la utilización sistemática de la Red o Internet como soporte exclusivo o cauce de tal inversión.

La ampliación de los sujetos de la inversión puede tener una clara incidencia en los métodos y procedimientos de la adquisición o subscripción de acciones o participaciones en la sociedad de capital, en que se expresa jurídicamente el proyecto objeto de la inversión. Esta circunstancia tendrá su reflejo tanto en el momento de la inversión y formalización del aumento de capital por los órganos societarios competentes, como en el desarrollo de la vida normal de la sociedad emisora de los valores.

La segunda característica, que supone en realidad el soporte o hábitat estructural de la primera, es el universo tecnológico nacido básicamente con el nuevo milenio y desarrollado exponencialmente en la última década. En esta confluyeron simultáneamente dos factores: la necesidad de encontrar, debido a la crisis económica de la Gran Recesión, fuentes alternativas a las tradicionales bancarias y bursátiles y el potencial hallazgo de novedosas alternativas basadas en soluciones tecnológicas de inversión, como el crowdfunding.

El sector financiero no ha sido seguramente el pionero en la utilización de estrategias digitales de inversión. Mas bien su actitud, hasta hace pocos años, ha tenido un carácter reactivo, no proactivo. Como diríamos utilizando una sabia expresión castellana,, “ha hecho de la necesidad, virtud”.

El comercio electrónico, la acción de venta y distribución de productos, ha sido cronológicamente mucho más avanzado y atento en hacer uso de los canales digitales, registrando aumentos muy significativos en su expansión. No solo el coloso Amazon, sino toda una pléyade de medianas y grandes empresas han desarrollado exitosas estrategias de marketing, al amparo de los avances tecnológicos de la Red.

Ejemplo de esta reacción o más bien revolución auspiciada por los medios tecnológicos en el mundo de las finanzas, es la ubérrima floración de empresas, normalmente startups o PYMES de naturaleza vocacional innovadora, tanto en el lado de los receptores de la inversión como en el de los suministradores de fondos, que constituyen lo que se ha dado en llamar en el argot profesional como FINTECH. Ejemplo destacado de estas entidades integrantes del FINTECH son las PFP, palanca y eje del crowdfunding como hemos reiterado profusamente.

¿Cómo influye y qué repercusiones tiene esta incursión en un universo hasta hace bien poco desconocido, como es el numérico, como lo denominan los franceses, o digital, tanto en la adquisición inicial de acciones o participaciones en una sociedad de capital, como en el desarrollo posterior de la vida de la sociedad, los derechos de los accionistas o partícipes nuevos del crowdfunding y los integrantes del status quo societario previo?

La respuesta la hemos proporcionado en parte en el Capítulo Quinto sobre protección de los inversores, amén del Cuarto sobre la utilización, en diversas circunstancias, de la firma electrónica cualificada o avanzada o el sello electrónico cualificado o avanzado (art. 84 de la LFFE).

El supuesto clásico de estudio de este fenómeno, nos lo brinda la aparición entre el accionariado o participado de una PYME, en forma de sociedad limitada, que hasta entonces había contado con los reducidos recursos de sus fundadores o quizás los parientes o amigos entusiastas; de varias decenas de nuevos partícipes,

unos cientos en casos más excepcionales. Se trata, en principio, de un “cuerpo extraño”, el que aparece como resultado de la ampliación de capital.

Los recién llegados inversores, amparados en los buenos oficios de las PFP, acreditados los unos o no acreditados los otros, pero todos con un claro matiz de minoritarios, (arts. 81 y 82 de la LFFE), entran en el proyecto societario necesitados de apoyaturas y cautelas que preserven sus intereses, como suministradores de fondos necesarios para una nueva fase de expansión, consolidación o desarrollo de la entidad. Hay, por tanto, que convivir con ellos para obtener los mejores resultados colectivos.

II-3 La importancia de redactar cuidadosamente los Estatutos de la sociedad objeto de la inversión

La Ley de Fomento de Financiación Empresarial, LFFE, ha anticipado el problema y además de requerir otras condiciones y cautelas, exige en su art. 80 un primer requisito, que afecta a la normativa interna básica de la sociedad objeto. Se trata de los Estatutos sociales.

De nuevo nos remitimos al Capítulo Quinto anterior, en que se contiene la exigencia de que los Estatutos, o en su caso, el reglamento de la junta de promotores: a) reconozca el derecho de asistencia a la junta por medios telemáticos (art. 182 LSC), b) el derecho de representación en la junta general por cualquier persona y c) la necesidad de comunicación inmediata de los hipotéticos pactos parasociales, a la sociedad y por esta al resto de socios.

Aparte de los preceptos de la LFFE, en relación con los condicionamientos tecnológicos peculiares de este tipo de crowdfunding, la Ley de Sociedades de Capital (LSC), trata asimismo de facilitar el correcto y legítimo derecho de los inversores en varias disposiciones que vamos a comentar a continuación.

En primer lugar, el art. 11 bis, se ocupa de la página web de la sociedad, estableciendo que “la sociedades de capital podrán tener una página web corporativa”. Tratándose de las promotoras del crowdfunding, nos atrevemos a decir que deberían tener sin dudar, una página web. Aun siendo, en general entidades de pequeño tamaño y escasos recursos, la necesidad de contar con tal página parece obvia.

No contento con esta sabia provisión, el mismo artículo, en su versión “Ter”, insiste en la obligación de la sociedad de “garantizar la seguridad de su página web y la autenticidad de los documentos publicados “ y, lo que es también muy importante, “el acceso gratuito a la misma con posibilidad de descarga e impresión de lo insertado en ella”.

Para prevenir posibles disputas sobre el hecho de la inserción de documentos en la página web y la fecha de publicación, este mismo artículo deja tajantemente asignada la carga de la prueba, atribuyéndola a la sociedad.

II-4 Convocatorias y Celebración de Juntas

La LSC viene igualmente a complementar el art- 80 de la LFFE, ya anteriormente glosado, sobre requisitos obligatorios en los Estatutos sociales con respecto al derecho de asistencia por medios telemáticos, contemplando en su art. 173 la forma de la convocatoria de la Junta General.

Así, en su apartado 1, dispone que “la Junta General será convocada mediante anuncio publicado en la página web de la sociedad, si esta hubiera sido creada, inscrita y publicada en los términos previstos en el artículo 11 bis.

Precisamente, este tipo de convocatoria es, sin duda, la más idónea en el crowdfunding, pues no tendría ningún sentido la convocatoria alternativa prevista en el segundo apartado de este art. 173, cuando permite también como método sustitutivo el que los Estatutos establezcan que la convocatoria se realice “por

cualquier procedimiento de comunicación individual y escrita que asegure la recepción del anuncio por todos los socios en el domicilio designado al efecto, o en el que conste en la documentación de la sociedad.

Apuntan algunos autores, como Alvarez Royo-Villanova,² la oportunidad de establecer dentro de la página web corporativa un apartado reservado a las comunicaciones con los socios o partícipes. Hemos insistido a lo largo de estos capítulos en la importancia de que exista una fundamental transparencia informativa entre la sociedad y sus inversores sobre todo los nuevos integrados en el crowdfunding.

Este experto, se basa para tal recomendación en el art. 173-3 que permite “establecer mecanismos adicionales de publicidad e imponer a la sociedad la gestión telemática de un sistema de alerta a los socios de los anuncios de convocatoria insertados en la web de la sociedad”.

El citado autor, uno de los pioneros y más reputados estudiosos de este tipo de crowdfunding, avanza un paso más en su recomendación, sugiriendo que “esta alerta debería consistir simplemente en el envío de un correo electrónico a la dirección facilitada por el socio, en el que se anuncie la publicación en la web”.

II-5 La Representación de los inversores por las Plataformas de Financiación Participativa.

(2) Alvarez Royo-Villanova, S.: “El Equity Crowdfunding o Inversión en Masa – la Financiación por medio de Emisiones de Valores y Obligaciones”, en “Las Plataformas de Financiación Participativa, Crowdfunding”, A. Martínez-Echevarría y F. Pañeda Usunariz (Directores), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2018, p. 76.

Describíamos en el Capítulo Tercero, al hablar de las plataformas de financiación participativa, las funciones a ellas encomendadas por la LFFE.

Este tipo de entidades encuadradas en el amplio colectivo de las FINTECH son, como hemos venido insistiendo, la columna vertebral de todo el sistema de crowdfunding de inversión, por su posición de intermediarias y enlaces entre promotores e inversores. Ellas aportan soluciones o herramientas tecnológicas dentro del amplio espectro de programas de software, aplicaciones siempre dentro de una página web fácilmente accesible por los potenciales clientes e imaginativamente dotada para conseguir resultados eficientes y rápidos.

Debido a estar rigurosamente controladas por la CNMV, proporcionan a sus clientes la necesaria confianza y conocimientos específicos, sin los cuales todo es caos e inseguridad jurídica y en resumen, frustración de la actividad inversora.

Para facilitar y consolidar este tipo de crowdfunding, hacen falta unas PFP vigorosas y bien gestionadas. Como sociedades de capital que son, con arreglo a su caracterización legal, es evidente que habrán de perseguir un retorno económico adecuado e incentivador para sus accionistas y demás elementos interesados.

En esa búsqueda de beneficios, dentro de una estructura fuertemente regulada, sería preciso añadir funciones o tareas que, por una parte, aportasen una evidente utilidad o ayuda para promotores e inversores en el proceso de inversión y por otra contribuyan en buena medida al legítimo incremento de su cuenta de resultados.

Así, el ejercicio de labores de representación por las PFP a través de mandatos específicos, puede ciertamente constituir un deseable objetivo, para todos los operadores en este complejo mundo nuevo que estudiamos. La representación que aquí mencionamos podría ejercerse como ya esbozamos en el Capítulo Tercero, tanto en el momento de la formalización del contrato de adquisición o

suscripción de valores, en que se instrumentan los proyectos de promotores, como en las fases subsiguientes, a lo largo de la vida de sociedad.

Así pues, creemos que la labor de representación de las PFP en temas societarios, se extendería, entre otros, desde la materialización del aumento de capital, hasta la asistencia a las juntas generales y votación correspondiente, como delegados cualificados de los inversores.

Al llegar a este punto, conviene una vez más invocar los requisitos estatutarios ya comentados anteriormente, exigidos por el art. 80 de la LFFE. Sobre el derecho de asistencia a la Junta por medios telemáticos y sobre todo, el derecho de representación de los inversores por cualquier persona.

No cabe duda que nadie como las PFP, será más idóneo para una efectiva representación en tales órganos de gobierno de una sociedad de capital, de los inversores en el crowdfunding. El problema parece resuelto en el plano teórico. Ahora bien, ¿Cuál es la opinión del legislador plasmada en la Ley 5/2015?

Para ello tenemos que acudir al texto de dicha norma, concretamente, al art. 51, analizado en detalle en el Capítulo Tercero, que regula los servicios de la PFP. Tales servicios incluyen sumariamente desde la selección y publicación de proyectos hasta la puesta a disposición de los promotores e inversores de modelos de contratos para la formalización de contratos de inversión, pasando por el asesoramiento sobre “tecnología de la información para los promotores” o “la determinación del nivel de riesgo de cada proyecto, para los inversores y transmisión de información sobre evaluación del proyecto y acontecimientos societarios más relevantes”.

Estas materias del asesoramiento, determinación de riesgo, habilitación de canales de comunicación, facilitación de modelos de contratos y transmisión de información proporcionada por el promotor a los inversores, tiene el carácter de potestativa, por considerarse como “servicios auxiliares” a prestar por las PFP.

La Ley no otorga a estos servicios auxiliares carácter de “numerus clausus” dejando abierta la posibilidad de suministrar otros (art. 51.2). Del mismo modo, su apartado 2.g) confiere autoridad al Ministerio de Economía y Competitividad o con su habilitación expresa a la CNMV, para incluir otros posibles servicios.

Como en el momento de escribir estas notas no existe un reglamento de desarrollo de la Ley, ni expectativas de su publicación,³ podemos especular sobre otras posibles tareas asignadas en su caso, a las PFP, como las entidades mejor dotadas para un exitoso desarrollo del crowdfunding en nuestro país. Tampoco sabemos de iniciativa alguna al respecto por la CNMV o el Ministerio.

Existe un punto, también resaltado en el Capítulo Tercero, que merece ser revisitado en estos momentos de desarrollo de los temas societarios específicos.

Una vez analizado en detalle el contenido del artículo 51 de la LFFE, ya reseñado en lo que afecta a sus apartados 1 y 2, nos encontramos al avanzar un paso más, con el apartado 3, que dispone que en adición a los servicios ya detallados, las PFP “podrán formalizar los contratos de suscripción de participaciones que se basen en un acuerdo de voluntades manifestado a través de la plataforma de financiación participativa actuando en representación de los inversores”.

Este último párrafo que minimiza la representación de los inversores por las PFP, reduciéndola al supuesto de emisión de participaciones de una sociedad limitada, excluyendo implícitamente a las acciones de las sociedades anónimas, ha sido cuestionado por la doctrina.

"(3) Según información de la CNMV recibida a requerimiento del autor el 7/08/2019, indicando que no existe, hasta la fecha, iniciativa reglamentaria alguna al respecto.

Así, Delgado Larena ⁴ discrepa de esta discriminación del legislador en favor de las sociedades limitadas, aun cuando diríamos nosotros que en la mayoría de los casos, la sociedad de capital trasunto del proyecto, será limitada.

El citado autor no encuentra razones para la exclusión de la representación de los accionistas, de una posible y recomendable representación por las PFP. Según él, “las posibles desventajas que se pudieran esgrimir a causa de la esfera digital en que tiene lugar el encuentro de voluntades serían, en su caso, idénticas para todos los proyectos”.

El que esto describe no puede por menos de estar de acuerdo en la perplejidad de este autor, por lo que incluso piensa que pudiera tratarse de un involuntario olvido por parte del legislador, al circunscribir la representación a la representación de los partícipes en sociedades limitadas. En este sentido, consideró oportuno someter una pregunta ad-hoc a la CNMV, pues la importancia del asunto lo amerita, sin lugar a dudas. La respuesta se ha producido el 7 de Agosto del actual, siendo del siguiente tenor:

La CNMV, en primer lugar, reconoce la posibilidad de que las PFP, puedan formalizar los contratos de suscripción de participaciones, en representación de los inversores, con arreglo al art. 51.3 de la LFFE.

Sin embargo, niega esta representación en el caso de suscripción de acciones ordinarias o privilegiadas, obligaciones y otros valores (art. 50.1.a)), pues con arreglo a la Ley del Mercado de Valores, (arts. 25 y siguientes), no es una forma de instrumentación de proyectos de financiación participativa del art. 50.1.b).

(4) Delgado Larena-Avellaneda, J.E.; “La representación de los inversores por la Plataforma de financiación participativa” en “Crowdfunding, Aspectos Legales”, E. Moreno Serrano y Luis Cazorla, (Coord.) Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2016, p. 241,

El resultado, prosigue la CNMV, es que según la LFFE, esta hipotética representación, en el caso de las acciones, queda incurso en las prohibiciones del art. 52.1.a), que prohíbe a las PFP prestar los servicios de recepción, transmisión o ejecución de órdenes o mandatos de clientes a los que se refieren las letras a) y b) del artículo 63.1 de la Ley 24/1988 de 28 de Julio del Mercado de Valores, ni de custodia de los mismos.

La respuesta no termina de convencernos, pues es evidente, por ejemplo, que las PFP que gocen de la pertinente autorización, esto es que tengan el carácter de híbridas, pueden prestar los servicios de inversión previstos en la normativa.

II-6 La operación de aumento de capital inicial con supresión del derecho de suscripción preferente.

Dado que la LFFE prevé que la suscripción de acciones o participaciones por los inversores de crowdfunding se haya de hacer respecto a proyectos de promotores personas jurídicas “válidamente constituidas en España o en otro Estado miembro de la UE”, la única vía para el acceso de los inversores a los valores emitidos, habrá de ser mediante una operación de aumento de capital con arreglo a lo dispuestos en la LSC y los Estatutos sociales (arts. 61 y siguientes de la LFFE y 295 y siguientes de la LSC).

La razón parece bastante obvia pues las peculiaridades de la fundación de una sociedad aun modesta, directamente por crowdfunding, encerraría dificultades prácticas de compleja y lenta solución. Por tanto, es aquí necesario analizar las peculiaridades del hipotético aumento de capital con suscripción de acciones o participaciones por un colectivo de nuevos inversores acreditados o no acreditados.

Como nos movemos siempre en el mundo digital, apuntan los autores ⁵ que “la sociedad antes de la ampliación introduzca en sus Estatutos, entre otros, la obligación del socio o partícipe de facilitar una dirección de correo electrónico, para todo tipo de comunicaciones”.

No es difícil pensar que la reunión de todos los inversores, a la manera tradicional presencial, pondría muy cuesta arriba la operación de futuras ampliaciones de capital. Si bien existen indudables problemas prácticos para tales aumentos de capital, el incremento original, abriendo el acceso de un número considerable quizás, de nuevos socios o partícipes a la sociedad promotora, no tendrá mayores inconvenientes. En efecto, la convocatoria y asistencia de socios en aquel aumento de capital y su materialización mediante el voto y aprobación de sus acuerdos y subsiguiente escritura pública, afectaría lógicamente a los socios o partícipes anteriores a la incorporación de los adquirentes o suscriptores a través del crowdfunding.

Por consiguiente, hasta ese momento regirían las normas habituales correspondientes al tipo de sociedad de capital de que se trate. El problema se plantea a la hora de suscripción de los valores y consiguiente desembolso del importe monetario de los mismos.

Como ya hemos dejado sentado en varias partes de este estudio, la utilización de la representación a cargo de las PFP, es sumamente conveniente, siquiera sea con las limitaciones reseñadas en el Apartado II-5 de este Capítulo, en relación con el punto 3 del artículo 51 de la LFFE.

(5) Ibidem, Alvarez Royo-Villanova, S.: “El Equity Crowdfunding o Inversión en Masa – la Financiación por medio de Emisiones de Valores y Obligaciones”, p. 77

La LSC, por su parte, en su art. 62, puntualiza a este respecto de la suscripción de acciones o participaciones que “deberá acreditarse la realidad de las aportaciones dinerarias mediante certificación del depósito de las correspondientes cantidades a nombre de la sociedad en entidad de crédito, que el notario incorporará a la escritura o mediante su entrega para que aquél lo constituya a nombre de ella”.

Al llegar a este punto de la aportación de los fondos correspondientes a la suscripción de las acciones o participaciones en la sociedad en que se configura el proyecto del promotor, no podemos dejar de referirnos a los constreñimientos normativos y en especial, los contenidos en el tantas veces citado art. 52 de la LFFE, sobre prohibiciones a las actuaciones de las PFP. Estas limitaciones afectan específicamente a la recepción de fondos por cuenta de inversores o promotores, con la finalidad de pago de los valores resultantes, en este caso del aumento de capital que llamaríamos inicial o de entrada en la sociedad objeto del proyecto de crowdfunding.

Como ya indicamos en el Capítulo Tercero de este trabajo, al detallar los servicios de las PFP y sus limitaciones o prohibiciones específicas, el legislador se ha preocupado de dejar bien claro que estos “no podrán ejercer las actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión ni a las entidades de crédito” (art. 52 en relación con el 50.1ª de la LFFE).

El mismo artículo 52, en su apartado 1.b), es contundente en la prohibición de actividades de las PFP, diciendo que éstas “no podrán recibir fondos por cuenta de inversores o de promotores, salvo que tengan la finalidad de pago y la plataforma cuente con la preceptiva autorización de entidad de pago híbrida de conformidad con lo previsto en la Ley 16/2009 de 13 de Noviembre, de servicios de pago y su normativa de desarrollo”.

Se abre pues, en virtud de este precepto, una puerta de escape permitiendo una excepción a la prohibición citada en el caso de convertirse la PFP en una “entidad

de pago híbrida”. Solo así estarán habilitadas las plataformas para actuar como intermediarias, recibiendo de los inversores de crowdfunding, los fondos correspondientes a las acciones o participaciones suscritas en la operación de aumento de capital de la empresa promotora.

La citada prohibición y consiguiente excepción habilitante es reiterada, en los apartados 2 y 3 del mismo art. 52, que después de repetir de manera tajante la limitación en lenguaje inequívoco: “Las plataformas de financiación participativa no podrán en ningún caso”, insiste en su último apartado en la posibilidad de obtener, en su caso, la “preceptiva autorización como entidad de pago híbrida”.

Pensamos que esta ampliación de funciones o actividades de las PFP, puede ser una manera de rentabilizarlas, obteniendo así un status superior en el mundo de la intermediación financiera, con los consiguientes beneficios registrables en sus cuentas de resultados.

Volviendo al artículo 62 de la LSC, que ya dijimos obliga a acreditar la veracidad de las aportaciones dinerarias mediante abono de las mismas en la cuenta bancaria de la sociedad promotora, certificación ad-hoc e incorporación como anexo a la escritura de ampliación de capital por parte del notario interviniente, se cerraría así la operación de aumento de capital clave para la incorporación de los nuevos accionistas o partícipes.

Como hacen resaltar algunos autores,⁶ los nuevos inversores, a pesar de no haber participado en la formalización de la escritura de ampliación de capital, deberían conocer, a través de la PFP, el contenido de dicha escritura pues no nos olvidemos

(6) Ibidem, Alvarez Royo-Villanova, S.: “El Equity Crowdfunding o Inversión en Masa – la Financiación por medio de Emisiones de Valores y Obligaciones”, p. 78.

que tal documento notarial es básico para demostrar la propiedad de los valores, gozar de sus beneficios y enajenación de los mismos, en su caso.

Es evidente que, para hacer viable la entrada de los inversores a través del crowdfunding, será necesario que la operación de aumento de capital sea acompañada por la supresión del derecho de suscripción preferente para los accionistas ya existentes. A estos efectos tendremos que seguir el procedimiento establecido en la Ley de Sociedades de Capital o LSC.

Así, su artículo 304-1, establece este derecho de preferencia: “En los aumentos de capital social con emisión de nuevas participaciones sociales o de nuevas acciones, ordinarias o privilegiadas con cargo a aportaciones dinerarias, cada socio tendrá derecho a asumir un número de participaciones sociales o de suscribir un número de acciones proporcional al valor nominal de las que posea”.

Como es necesario que se lleve a cabo una ampliación de capital para la entrada de nuevos accionistas a través del crowdfunding, habrá de excluirse previamente el derecho de suscripción preferente de los socios o partícipes anteriores, con arreglo a lo dispuesto en el artículo 308 de la LSC: “En los casos en que el interés de la sociedad así lo exija, la Junta General, al decidir el aumento de capital podrá acordar la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente.” Todo ello, naturalmente, con los requisitos previstos en el apartado 2, a), b) y c) para su validez.

III.- La Problemática Especial de los Accionistas o Partícipes

III.1 La elección del tipo de acciones o participaciones en la sociedad promotora. Acciones sin voto o preferentes. Ventajas e inconvenientes.

Como ya indicamos anteriormente, el art. 50 de la LFFE, al tratar de las formas de financiación participativa, reduce las maneras de instrumentarse los proyectos

de financiación participativa activa en la parte que nos ocupa, a dos: “a) La emisión o suscripción de obligaciones, acciones ordinarias y privilegiadas u otros valores representativos de capital, exentos de la aplicación de los arts. 3 y siguientes del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, R.C. Legislativo 4/2015 de 23 de Octubre (antes Ley 24/1988 del Mercado de Valores).

La emisión o suscripción de participaciones en sociedades de responsabilidad limitada, es la otra alternativa para los inversores en el crowdfunding, según el párrafo b) de dicho artículo 50-1.

Si bien las arriba mencionadas formas de inversión están a disposición de los inversores que nos atañen, la experiencia y el sentido común nos conducen a afirmar una clara preferencia por la sociedad limitada y su plasmación en participaciones sociales.

Hemos insistido repetidamente en la precariedad y ausencia de medios característica de las pequeñas empresas o startups, aun aquellas potencialmente más prometedoras, por sus ideas innovadoras. Es clásico detectar su origen, tanto en el momento de la fundación como en sus primeros balbuceos, en un garaje o cobertizo de sus familiares o amigos.

Por tanto, lo más normal es que, una vez decidida por los fundadores su transformación en persona jurídica societaria, escojan el modelo más simple y económico. Tiempo habrá, en su caso, para su transformación en sociedad anónima o incluso su conversión en pública, abierta y cotizada.

Así pues, mientras la entidad neonata no salga del círculo de familiares y compañeros o terceros entusiastas o, quizás, ingenuos o idealistas, lo más frecuente será que los inversores en crowdfunding, materialicen sus aportaciones en forma de participaciones y no acciones.

Para empezar, nos encontramos con que, al ser ambas, la anónima y la limitada, sociedades de capital, necesitan según la LSC, un capital cuyo importe está expresado en el art. 4 de la misma. No es lo mismo, evidentemente, la cifra de capital exigida para la sociedad anónima, nunca inferior a sesenta mil euros, (art. 4.3), que la exigida para la sociedad de responsabilidad limitada, cuyo importe mínimo es de tres mil euros.

Incluso esta modesta cantidad, podrá reducirse en los casos y bajo las circunstancias detalladas en el mismo art. 4.2 y 4 bis, en los casos en que se utilice la modalidad de formación sucesiva.

Así pues, el primer paso en la carrera empresarial será dilucidar el modelo societario más adecuado para que el promotor pueda desarrollar su proyecto como startup o PYME. Para ello se habrán de tener en cuenta factores operativos, seguridad jurídica y costes fundamentalmente.

Teniendo en cuenta estos últimos y en igualdad de condiciones respecto a los dos primeros, la opción parece relativamente predecible. La SRL, o sociedad en principio cerrada, ofrece mejores condiciones para la aventura empresarial, aunque suponga, en algún caso, una apertura a un número de nuevos inversores potencialmente amplio y con características singulares, como sucede en el crowdfunding.

El crowdfunding aparece así como “un cuerpo extraño” en un círculo reducido de familiares, amigos y simpatizantes de los fundadores.

Dado el papel central que la LFFE ha conferido a las plataformas, como nexo de unión o relaciones entre promotores e inversores, deberían ser estas las que en un primer estadio instruyeran a sus clientes promotores sobre la mejor manera de “preparar” una arquitectura jurídica societaria idónea o incluso atractiva para suscitar el interés o incluso el entusiasmo de los inversores.

La redacción de los Estatutos de la startup es clave para el propósito que antecede. Dos elementos son cruciales a la hora de iniciar el “cortejo” de los inversores: el tipo de acción o mejor participación a suscribir por los inversores y el precio de adquisición de las mismas.

Poniendo en perspectiva esta elección de valor en vista de sus ventajas e inconvenientes, tanto para el promotor o fundador, como para el accionista o partícipe novato o no tanto en el caso de los determinados inversores “ángeles”, nos fijamos más en la experiencia de economías más avanzadas como la estadounidense.

En efecto, según expertos como Freedman y Nutting,⁷ el tipo de instrumento más conveniente para la inversión en crowdfunding, será la acción o participación preferente a ser posible carente del derecho de voto. Así, los promotores o fundadores no verán peligrar su facultad de control de la entidad para ellos normalmente crucial. Respecto a los inversores, el atractivo o contrapartida a la carencia del voto, serán otras ventajas que pasamos acto seguido a enumerar.

Las ventajas de las acciones o valores preferentes se refieren, básicamente, a prioridades en el reparto de dividendos y en el caso de liquidación de la sociedad.

La renuncia al derecho de voto no sería especialmente dolorosa, en muchas circunstancias, puesto que, en realidad, los inversores crowdfunding tienden a ostentar un poder muy minoritario en el gobierno de la entidad. Muchos de ellos estarían más motivados por los hipotéticos dividendos o preferencias en el caso de liquidación.

(7) Freedman, David M. & Nutting, Matthew R.: “Equity Crowdfunding for Investors” Hoboken, New Jersey, Wiley Finance Series, John Wiley & Sons Inc., 2015, p. 166.

Este precedente de la gran economía norteamericana, tiene un claro eco entre los tratadistas españoles como Royo-Villanova.⁸ Para este experto el poder en la sociedad “es una cuestión central para los promotores que, en general, se quedarán con una mayoría de control”. Lógica conclusión para él es que “los promotores pueden plantearse la utilización de participaciones sin voto. Esta modalidad de participación puede ser admitida por los inversores ya que, en general, tienen un interés puramente económico en los rendimientos de la empresa”.

Nuestra Ley de Sociedades de Capital, establece en su Capítulo II, Sección 1ª, los derechos del socio, disponiendo en su art. 93 como derecho mínimo del socio, entre otros “el de participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultantes de la liquidación”. Sin embargo, en su art. 94, se permite, previa la consiguiente modificación de Estatutos, la creación de participaciones sociales y acciones que otorguen derechos diferentes, como el privilegio en el reparto de las ganancias sociales.

Así, el art 95 recoge el citado privilegio, en su apartado 1: “Cuando el privilegio consista en el derecho a obtener un dividendo preferente, las demás participaciones sociales o acciones, no podrán recibir dividendos con cargo a los beneficios, mientras no haya sido satisfecho el dividendo privilegiado correspondiente al ejercicio”.

Por su parte, el Apartado 2 del mismo artículo, refuerza el deber de la sociedad de repartir tal dividendo preferente, salvo que los Estatutos dispongan otra cosa, pero siempre en el supuesto de que hubiese beneficios distribuibles.

(8) Ibidem, Alvarez Royo-Villanova, S.: “El Equity Crowdfunding o Inversión en Masa – la Financiación por medio de Emisiones de Valores y Obligaciones”, p. 72-73.

De nuevo, hay que estar a los Estatutos, para saber a qué atenemos en caso de vulneración del deber de abonar este dividendo preferente. Según el apartado 3 del citado artículo, “los Estatutos habrán de establecer las consecuencias de la falta de pago total o parcial del dividendo preferente, si este tiene o no carácter acumulativo en relación a los dividendos no satisfechos, así como los eventuales derechos de los titulares de estas participaciones o acciones privilegiadas en relación a los dividendos que puedan corresponder a los demás”.

Esta doble atribución de dividendos, privilegiado y general, puede constituir ciertamente un atractivo adicional en su caso, para los hipotéticos inversores.

La Sección 2ª de la LSC, complementa la caracterización de las participaciones sociales o acciones sin voto, estableciendo los límites y volúmenes de las mismas en su creación. Así, el art. 98 lo deja bien claro: “Las sociedades de responsabilidad limitada podrán crear participaciones sociales sin derecho a voto, por un importe nominal no superior a la mitad del capital y las sociedades anónimas podrán emitir acciones sin derecho a voto, por un importe nominal no superior a la mitad del capital desembolsado”.

El art. 99, ratifica y complementa el contenido del anterior art. 95, sobre los dividendos preferentes a las acciones y participaciones sin voto. Destacamos especialmente el Apartado 3, sobre las consecuencias del impago de tales dividendos, entre ellas la atribución del voto, si no se satisficere el dividendo mínimo estipulado. “De no existir beneficios distribuibles o de no haberlos en cantidad suficiente, la parte del dividendo mínimo no pagada deberá ser satisfecha dentro de los cinco ejercicios siguientes. Mientras no se satisfaga el dividendo mínimo, las participaciones y acciones sin voto tendrán este derecho en igualdad de condiciones que las ordinarias y conservando en todo caso, sus ventajas económicas”.

Aparte de otros privilegios de las acciones o participaciones sin voto, en casos puntales como el de reducción del capital por pérdidas, hay que destacar el más

relevante de preferencia en el cobro de la cuota de liquidación en caso de disolución de la sociedad. Así, el art. 101 lo confirma: “En el caso de liquidación de la sociedad, las participaciones sociales sin voto conferirán a su titular el derecho a obtener el reembolso de su valor antes de que se distribuya cantidad alguna a las restantes. En las sociedades anónimas, el privilegio alcanzará al reembolso del valor desembolsado de las acciones sin voto”.

Remitiéndonos al art. 102, éste ratifica en su apartado 1 la igualdad de derechos, por lo demás, para las participaciones y acciones sin voto en relación con las ordinarias, pero destacando alguna excepción, como la que vamos a indicar a continuación.

Recordemos que en el caso de las sociedades anónimas, existe la posibilidad de agrupación de acciones al efecto de nombrar administradores a través del sistema de representación proporcional del art. 243 LSC. El mecanismo consiste básicamente en dividir el capital social agrupado por el número de componentes del Consejo.

Pues bien, esta posibilidad de agrupación para tal nombramiento, queda excluida para las acciones sin voto en el apartado 2 del art. 102, en los siguientes términos: “Las acciones sin voto, no podrán agruparse a los efectos de la designación de vocales del consejo de administración por el sistema de representación proporcional. El valor nominal de estas acciones no se tendrá en cuenta a efectos del ejercicio de ese derecho por los restantes accionistas”.

Es interesante mencionar que el legislador se ha preocupado de establecer un blindaje de estos derechos de las acciones sin voto, para evitar su abolición por el simple juego de las mayorías en la entidad respectiva. “Toda modificación estatutaria que lesione directa o indirectamente los derechos de las participaciones sociales o de acciones sin voto, exigirá el acuerdo de la mayoría de las participaciones sociales o de las acciones sin voto afectadas”. (Art. 103 de la LSC)

A guisa de juicio crítico hay que reconocer que la atribución a los inversores en crowdfunding de acciones o participaciones sin voto puede satisfacer, quizás, en muchos casos, las aspiraciones de los inversores primeros o fundadores, en su deseo de continuar reteniendo el control de la empresa, compaginándolas con el legítimo deseo de lucro de los nuevos inversores, conscientes de que por su minoría y fraccionamiento, no pueden pretender el gobierno de la sociedad. Sus ventajas materiales en dividendos y cuota liquidativa prioritaria, podrán ser suficientes para hacer atractiva la inversión.

Un tema controvertido en que se pueden perfilar dos posiciones dispares, es el del reparto de dividendos. Es frecuente en una empresa y quizás más si esta se halla en las primeras fases de desarrollo, el que los inversores mayoritarios prefieran no repartir dividendos, aun en el supuesto de que haya beneficios distribuibles.

Para tales accionistas o partícipes mayoritarios, el interés primordial reside en reinvertir los beneficios a fin de fortalecer el balance y consiguiente solvencia financiera, haciendo la empresa más atractiva para posibles inversores. Sin embargo, los minoritarios, entre los que seguramente van a estar los de crowdfunding, pueden adoptar una postura mucho más proclive al reparto de beneficios a través de dividendos.

Ya mencionamos más arriba, las circunstancias y garantías de derecho al dividendo preferente en las acciones y participaciones sin voto, como contrapartida a la carencia de dicho derecho fundamental del que gozan los inversores comunes.

En este asunto relevante de la distribución de dividendos, habrá de tenerse también en cuenta para evitar los abusos de la mayoría, ya denunciados por la

jurisprudencia y la doctrina,⁹ el contenido del art. 348 bis de la LSC, que consagra un derecho de separación que comentaremos más adelante, para el socio de acciones o participaciones comunes que hubiere votado en favor del reparto de dividendos, no obstante el acuerdo en contrario de la junta general.

De todas maneras, esta es una de las materias en que habrían de introducirse en los Estatutos o pactos parasociales, o sea cláusulas favorables al reparto de dividendos a los inversores crowdfunding, en el bien entendido, igualmente, que éstos deberán tener en cuenta la situación y perspectivas de la sociedad promotora, evitando, a ser posible, su descapitalización. Es pues una cuestión de equilibrio entre las exigencias de los inversores iniciales o fundadores mayoritarios y los hipotéticos deseos de los nuevos inversores.

Una posibilidad alternativa en el crowdfunding, a nuestro juicio poco explotada pero posible, a tenor de lo dispuesto en el art. 50 a) de la LFFE, es la emisión o suscripción de obligaciones, con sujeción a lo dispuesto en el Título XI, Capítulos I al V de la LSC, que establece un completo régimen de tales instrumentos de inversión.

Las obligaciones tienen evidentemente la ventaja de ofrecer una rentabilidad fija para sus titulares, evitando los riesgos inherentes a la consecución o no de beneficios y su eventual reparto, pudiendo quizás satisfacer las demandas de los inversores no acreditados y ajenos a los problemas del voto y su influencia en la gobernanza de la empresa.

Corolario atractivo de la emisión de obligaciones, es su posible conversión en acciones o participaciones con arreglo al Capítulo III, Arts. 414 y siguientes de

(9) Ibidem, Alvarez Royo-Villanova, S.: “El Equity Crowdfunding o Inversión en Masa – la Financiación por medio de Emisiones de Valores y Obligaciones”, p. 74

la LSC, sobre todo si los Estatutos de la sociedad y la junta general no hubiesen alterado el principio contenido en el art. 418, de que los obligacionistas podrían solicitar, en cualquier momento, la conversión en acciones ordinarias.

Esta facultad de conversión puede ser conveniente en aquellos supuestos de startups exitosas que fueren objeto de adquisición por otras entidades. Así, obligacionistas convertidos en accionistas podrían participar en las plusvalías de una adquisición o absorción, en condiciones ventajosas.

III.2 La evaluación de las acciones o participaciones a suscribir por los inversores en crowdfunding

Parece evidente que, al igual que en todos los órdenes de la vida, cuando una persona pondera la adquisición de un bien o servicio, compara el precio del mismo con el valor de tal mercancía o servicio.

Tratándose como en nuestro caso de una parte alícuota del capital de una sociedad anónima o limitada, tendríamos que averiguar el valor de esa unidad en relación con el valor total de esa empresa. Si bien la cifra de capital de la que es parte, nos da una idea orientativa del posible valor de la sociedad, al menos como garantía de la responsabilidad monetaria respecto a terceros, el tema es mucho más complicado por las múltiples circunstancias concurrentes en la vida y devenir de la entidad.

El asunto de analizar el auténtico, o al menos, aproximado valor de una compañía, es siempre complejo y delicado.

Tratándose de startups o PYMES, que apenas llevan tiempo funcionando como tales, con fundadores quizás con trazas de “genios” pero a veces con acusadas dosis de ingenuidad e idealismo, la situación es todavía más intrincada.

Vivimos, además, en un mundo cambiante a ritmo muy acelerado, con “efectos mariposa” derivados de la hiperconectividad existente en el ámbito de los negocios. Por tanto, se puede dar el caso de que lo que hoy parece una inversión prometedora, se torne mañana vulnerable e incluso siniestro total.

Es normal, sin duda, el que los inversores primigenios o fundadores, piensen que han encontrado una mina de oro, inexplotada. Como ocurre igualmente en todo trato humano, los futuros compradores, querrán asegurarse de que han encontrado una gema de incalculable valor, al menor precio posible, una auténtica ganga. La vanidad y astucia de estos, su habilidad e instinto de los negocios, juegan un papel relevante. En este tira y afloja o mercadeo, será preciso llegar a un punto de equilibrio o compromiso, que pretenda conciliar los intereses contrapuestos afectados.

Como ya hemos mencionado en otras partes de este trabajo, la posición de los compradores, es, si son inversores acreditados o legos, influye naturalmente en encontrar una solución ventajosa para los inversores crowdfunding. En efecto, los llamados “ángeles”, tiene en general más probabilidades a la hora de conseguir precios atractivos. Esto es así porque, por una parte, tienen “oficio” o experiencia y por otra, poseen superiores recursos económicos, pudiendo adquirir paquetes accionarios o participaciones de mayor cuantía.

De todo lo que antecede, podemos deducir que en muchos casos la evaluación tiene mucho de subjetiva, pues no existen normalmente referentes sólidos para la misma.

El crowdfunding de inversión que nos ocupa, tiene como característica más significativa, como hemos repetido, el permitir el acceso a la inversión a personas modestas o público en general. Así pues, entendemos que en esta faceta del precio, serán las plataformas de financiación participativa, una vez más, por su mayor experiencia y conocimiento, las que podrán ser de gran ayuda en este

momento crucial, para los inversores no acreditados, todo ello en ejercicio de las actividades y servicios previstos en el art. 51 y concordantes de la LFFE.

Llegados a este punto, pensamos que puede ser oportuno analizar la experiencia en evaluación de startups y PYMES, en países y mercados financieros más avanzados, con especial foco en los Estados Unidos de América. Así pues, muy conocidos expertos como David M. Freedman y Matthew R. Nutting,¹⁰ después de avisar que el tema de hallar el valor de una empresa de las características tantas veces mencionadas, es muy relevante, pero a la vez muy resbaladizo, por la ausencia de referencias convincentes, dada su carencia de datos fiables, nos sugieren tres posibles métodos, “sin poner la mano en el fuego” de su eficacia y rigor.

El primer procedimiento se basa en el valor de los activos de la compañía, según la estimación del mercado, descontando los pasivos, para hallar el valor neto. Es lógico pensar que una PYME, sobre todo si es tecnológica, puede poseer elementos de propiedad intelectual o industrial, como patentes, marcas, diseños industriales e incluso secretos de cierta valía. Puede ocurrir, no obstante, que sea difícil estimar su valor de mercado.

El equipo de dirección o gestión de la empresa objetivo, puede gozar quizás, de cierta notoriedad por su brillantez o contactos, lo cual acrecentaría su valor. El hecho de tratarse de empresas locales con fuertes posibilidades de crear empleo y actuar en el futuro como locomotora de desarrollo comarcal o regional, podría tener un valor añadido, especialmente si se agregan connotaciones ideológicas o identitarias.

(10) Ibidem, Freedman, David M. & Nutting, Matthew R.: “Equity Crowdfunding for Investors”, pag. 184 a 186.

Otra aproximación evaluatoria sería la de comparar la empresa objetivo con otras de parecidas características que han sido adquiridas recientemente. Aquí habrá de tenerse en cuenta posibles bajas o adiciones en los equipos directivos, así como las variaciones más o menos pronunciadas en el entorno competitivo y la coyuntura.

Es evidente, ciñéndonos a experiencias cercanas que no es lo mismo, por ejemplo, invertir en una startup vinculada a la industria de la construcción en el 2004 en España, que unos años después, en el 2009, cuando ya se había producido la Gran Recesión.

El tercer método mencionado por los citados expertos norteamericanos, es el de predecir o anticipar los probables “cash flows” de la empresa en cuestión por un período de cinco años o más, acompañado de distintos baremos positivos o negativos.

Una variante de este procedimiento apuntado, es tener en cuenta el EBITDA, esto es beneficios brutos, antes del cómputo de intereses, impuestos, dividendos y amortizaciones, según lo expuesto en página web de la Escuela de Negocios Stern, de la Universidad de Nueva York.¹¹

Un experto en inversiones de “ángeles”, David S. Rose,¹² ofrece un medio de evaluación ajustado a aquellas empresas en el sector tecnológico, carentes todavía de ingresos, utilizando datos financieros de empresas de capital riesgo e inversiones de “ángeles”, referentes no a adquisiciones como tales, sino a rondas de inversión, pero teniendo en cuenta factores como la valía del equipo de

(11) http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home.page//datafile/vebitda/html

(12) Rose, David S.: “Angel Investing: The Gust to Making Money and Having Fun Investing in Startups”, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, 2014, págs. 98-104

gestión, estudio de desarrollo, tamaño del mercado, presión competidora y tendencias económicas prevalentes.

Junto a los arriba citados métodos, hay autores que descartan completamente la utilidad de estos procedimientos que llamaríamos “científicos”, inclinándose rotundamente por una cuestión pura y simple de oferta y demanda o poder negocial del inversor o promotor. Si el promotor necesita acuciantemente al inversor, rebajará el precio de los valores. Si, por el contrario, existen alternativas interesantes competidoras, elevaría el precio de la suscripción de valores.¹³

Sin dejar de lado el tema de la evaluación de los valores emitidos en la operación de crowdfunding por el promotor y consiguiente capitalización de la empresa emisora, lo fundamental es tener una idea lo más exacta posible de la solidez y perspectivas del proyecto subyacente.

Por eso, no nos cansaremos de insistir en la crucial importancia de la “due diligence” o análisis exhaustivo de los aspectos financieros, legales y organizativos de la sociedad emisora, sus activos, sobre todo innovadores, su equipo directivo, posición competitiva, sus activos intangibles de propiedad intelectual o industrial, su arraigo social o identitario, en su caso, y otros.

De todas formas, una vez que se han tomado todas las medidas de de análisis e investigación del proyecto y sus promotores, lo fundamental no es, conseguir un precio de los valores ventajoso, sino llegar a la conclusión de que tiene futuro y halagüeñas perspectivas de convertirse en una gran empresa. Tal es la clave.¹⁴

(13) Graham, Paul: “How to be an Angel Investor”, <http://www.paulgraham.com/angel-investing.html>

(14) Ibidem, Graham, Paul: “How to be an Angel Investor”

De nuevo, para terminar, diremos que este juicio de valor ponderado y meticuloso, no está al alcance de los inversores no acreditados, carentes de recursos profesionales y monetarios, sino que debería correr a cargo de las PFP, como un servicio auxiliar prestado a los inversores. Así se crearía un ambiente de confianza en este tipo de financiación que redundaría en beneficios para promotores, inversores y la economía en general.

III.3 Medidas específicas de protección del inversor, una vez suscritas las acciones, participaciones u obligaciones convertibles, en una empresa determinada

III.3-1 Reparto de dividendos

Mencionábamos en el punto III.1 de este trabajo, al hablar de los privilegios de las acciones sin voto, las preferencias que dichos inversores privados del derecho de voto tendrían, según nuestra LSC, a la hora de percibir los beneficios derivados de la inversión, vía normalmente del dividendo.

Este derecho al dividendo preferente, caso de existir beneficios en la empresa, no excluye el que, vía Estatutos o pactos parasociales, se intente asegurar en todos los casos, la percepción del dividendo por parte de los accionistas o partícipes en crowdfunding.

Esta podría ser, también, una más de las aportaciones de las PFP, que tanto en los casos de acciones o participaciones con voto, como “a fortiori” en las sin voto, podrían tratar de convencer a la empresa para que se repartiese al menos un dividendo mínimo, siempre naturalmente, que existieran beneficios distribuibles en la startup promotora.

Es evidente, sin embargo, que este aseguramiento del dividendo, debe tener en cuenta la situación financiera de la sociedad, el entorno competitivo, perspectivas de mercado y otros factores coyunturales. Hay que dejar claro en todo caso, que

no deben los mayoritarios abusar de su condición, poniendo trabas injustificadas al reparto de dividendos.

III.3-2 Derecho de suscripción preferente

Dentro del listado de derechos del inversor, figura normalmente y así está además consagrado en nuestra LSC, el de suscripción preferente (art. 304) en ampliaciones de capital.

Con este derecho, se trata de proteger o “premiar” el status y los intereses de fundadores, pioneros en la inversión, quienes es lógico que gocen, en su caso, de las ventajas del buen desarrollo de la empresa que hayan creado y tutelado. Del mismo modo, este derecho debe estar al alcance de los otros inversores entre ellos los minoritarios y naturalmente, los “novatos” llegados a través del crowdfunding.

Como destacan muchos tratadistas, como Carmen Boldó Roda,¹⁵ “la finalidad de este derecho es evitar que con la entrada de nuevos socios se altere la participación de los antiguos en las reservas patrimoniales y también su posición en el ámbito administrativo, lo que da lugar a pérdida de control en la sociedad”.

Es claro que puede haber circunstancias en que la empresa, a través de sus órganos rectores, pueda eliminar este derecho preferente en ampliaciones de capital. Tales situaciones ocurren, entre otras, cuando se desea la entrada de algún inversor de referencia, fusiones o absorciones, o la misma entrada original, como vimos, de los inversores crowdfunding.

(15) Boldó Roda, Carmen: “Estatuto Jurídico del Socio (I) – Derechos y deberes del Socio” en “Introducción al Derecho de Sociedades de Capital”, José Miguel Embid Irujo, (Director), Madrid, Marcial Pons, 2013, p. 165

De nuevo, esta excepción al derecho de suscripción preferente, debería ser de interpretación estricta siendo, quizás, las PFP, las que con independencia del cumplimiento riguroso de los requisitos contemplados en el art. 308.2 de la LSC, traten de introducir en los Estatutos medidas de defensa de los intereses de los minoritarios evitando, entre otros, una interpretación demasiado laxa o interesada del artículo 308 sobre exclusión del derecho de preferencia, en relación con el 304 de la LSC. Nos estamos refiriendo, naturalmente, a la “desaparición” torticera del derecho, asociado siempre a los aumentos de capital con cargo a aportaciones dinerarias, provocando el que tal aumento se haga internacionalmente mediante aportaciones “in natura” o de otro modo.

Los Estatutos, o los pactos parasociales de los que más adelante hablaremos, serían el marco adecuado para proteger una vez más los derechos de los accionistas en el crowdfunding.

Estrechamente relacionado con esta temática del derecho de suscripción preferente, se halla la relativa a la dilución o más bien, las medidas para que aquella no se produzca, que comentaremos a continuación, a fin de mantener la legítima posición de un accionista o partícipe en la sociedad.

III.3-3 Dilución y medidas antidilución

El peligro de la dilución, reflejado en la reducción del porcentaje invertido en el capital de una empresa, como resultado de rondas sucesivas de financiación, es real y puede revestir consecuencias muy graves, en el caso de las startups que por unas u otras causas obtengan un éxito significativo.

La primera y lógica reacción ante esta reducción de porcentaje, es de alarma por los negativos efectos experimentados por el inversor inicial. Sin embargo, en algunos supuestos esta reducción puede venir compensada cumplidamente cuando con las nuevas aportaciones de capital, se hayan fortalecido y desarrollado, quizás, las potencialidades y expectativas de la empresa,

convirtiendo lo que originalmente era un negocio anónimo o irrelevante, en una marca de fama y penetración mundial.

En este último caso, la posible dilución porcentual vendrá seguramente más que compensada por el notable incremento en la capitalización de la sociedad. Esto se podría comprobar, sobre todo, cuando la sociedad, antes limitada o comanditaria por acciones, se convirtiera en anónima y recurriese a su cotización en bolsa o mercados secundarios.

Un ejemplo muy ilustrativo de este fenómeno, nos lo brinda el caso de Facebook, llevado en 2010 a la pantalla, a través de la película “The Social Network”.

Convendrán con nosotros en que el espectacular éxito de Facebook es algo que ocurre una vez cada, nos atrevemos a decir, muchos millones de iniciativas empresariales. No obstante su rareza, compartida por los “Google”, “Apple”, “Alphabet”, etc., es, no lo olvidemos, una historia real que, en teoría, puede volver a repetirse.¹⁶

Como evidentemente no se pueden encontrar habitualmente “Islas del Tesoro” que revistan ese carácter de fábula, será necesario esforzarse en incluir como hemos ya anticipado, cláusulas en los Estatutos o contratos de sindicación de accionistas, que, previendo posibles efectos dilutivos de ampliaciones de capital sucesivas, puedan evitar o reducir sus consecuencias.

Como ya hemos repetido esta puede ser una tarea relevante y seguramente lucrativa de las PFP, en la preparación de la entrada de inversores crowdfunding.

(16) La dilución que experimentó Eduardo Saverin, uno de los fundadores de Facebook junto con Mark Zuckerberg, al convertirse la empresa en una compañía pública o cotizada, fue amplísimamente compensada por el aumento exponencial de su capitalización.

Así, tales plataformas deberían ser capaces de influir en el promotor en la configuración de las “formas de financiación participativa” del art. 50 de la LFFE.

Mencionamos ya antes, la exigencia del art. 304 de la LSC, en el sentido de que solamente nacerá el derecho de suscripción preferente, en operaciones de aumento de capital “con cargo a aportaciones dinerarias”, indicando la posibilidad cierta de burlar tal derecho evitando, por diversos medios, las aportaciones dinerarias.

Según el mismo art. 304-2, además, desaparece el derecho en supuestos como “cuando el aumento de capital se deba a la absorción de otra sociedad o de todo o parte del patrimonio escindido de otra sociedad o a la conversión de obligaciones en acciones”.

Aparte de los condicionamientos legales en el ejercicio del derecho de suscripción preferente (Art. 304-1) y exclusiones concretas (art. 304-2), existe otro “portillo” muy peligroso, contenido en el art. 308.1, en el que se maneja un término muy resbaladizo para su exclusión. Nos referimos a aquellos supuestos amparados en “que el interés de la sociedad así lo exija”.

Como esta expresión “interés de la sociedad”, puede ser objeto de diferentes interpretaciones, tanto por los accionistas fundadores o de control, como por los minoritarios, entre los que normalmente se encuadrarán los crowdfunding, la ley prevé diversos requisitos por su implementación.

Así, el apartado 1 del citado art. 308, exige acuerdo de Junta General, con mayorías reforzadas tanto en el caso de la sociedad limitada como la anónima (arts. 199 al 201 de la LSC, para la exclusión total o parcial del derecho de suscripción preferente.

Adicionalmente, el mismo art. 308, en sus apartado 2 a), b) y c), requiere la elaboración de informes justificativos por parte del Consejo de Administración, y en el caso de las anónimas, la preparación de otro informe por un experto

independiente, distinto del auditor de la sociedad. La preocupación fundamental del legislador en este caso, no parece ser la protección de hipotéticas minorías, concernidas por la dilución de su participación, sino la muy legítima también, de defender el valor patrimonial de la sociedad, de manera que el precio de la emisión de nuevas acciones o participaciones se corresponda con el valor real que se le ha atribuido en los informes antes mencionados.

Hablando, sin embargo, en términos de antidilución, una medida estatutaria promovida quizás por las PFP, podría consistir en cláusulas limitativas del derecho de exclusión de la suscripción preferente, de forma que, si bien no se eliminaría este, no afectara a los accionistas o partícipes minoritarios integrados en la sociedad en las sucesivas operaciones de crowdfunding.

Estos inversores, preocupados por la defensa de su status, acreditados o no, verían así atendidos sus intereses peculiares, pudiendo ejercitar, en la mayoría de los casos, su derecho de suscripción preferente.

Otra solución, en este sentido, pasaría por hacer uso del derecho de veto que idealmente podrían contar estos inversores, a través de disposiciones estatutarias o pactos parasociales, en su caso. Este derecho, sin embargo, sería de difícil concesión a los minoritarios, salvo especiales circunstancias, pues podría suponer “cortar las alas” de una prometedora startup, con una actuación exitosa en las primeras etapas de crecimiento en mercados expansivos.¹⁷

III.3-4 Otras Medidas Protectoras

a) Derecho de Veto

(17) Ibidem, Freedman, David M. & Nutting, Matthew R.: “Equity Crowdfunding for Investors”, pags. 98-100.

El derecho de veto de un accionista o grupo de accionistas ante acuerdos concretos de la Junta General o del órgano de administración, es una de las más socorridas y eficaces medidas invocadas por los accionistas minoritarios, para evitar abusos por parte de los mayoritarios.

Normalmente se articula a través de la introducción en los Estatutos o pactos parasociales, de cláusulas que exigen mayorías reforzadas para la toma de acuerdos, de especial trascendencia, en general. Dichas mayorías, de dos tercios u otra cifra, dependiendo del número de acciones o participaciones del minoritario que busca que el grupo de control tenga que contar con él, necesariamente, para la adopción de determinados acuerdos, representan tal derecho de veto.

En el caso del crowdfunding, que supone en el mejor de los casos un 20 o 30% como máximo del capital de la empresa, no parece muy viable el poder exigir por parte de estos accionistas, la toma de decisiones con el 81 o 71% de los votos, de manera que siempre haya que contar con ellos. Únicamente se podría conseguir un derecho de veto en aquellos supuestos en que los inversores fuesen muy sofisticados o “ángeles” y contasen con recursos monetarios amplios o influencia notoria en los mercados.

Por el contrario, sí parece más factible la obtención de este derecho de veto, cuando los inversores crowdfunding se hallen agrupados en series de acciones o participaciones privilegiadas, de forma que fuese necesario para la formalización de acuerdos, una mayoría simple, o cualificada mejor, dentro de tal serie.

El derecho de veto podría afectar, en primer lugar, a los acuerdos que de manera directa incidan en esos inversores, tal como los siguientes: ¹⁸

(18) Feld, Brad & Mendelson, Jason: “Venture Deals”, 2ª Edición, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, 2013, pags. 64-65

- 1.- Modificación negativa sustancial de los derechos y preferencias de la serie correspondiente al crowdfunding
- 2.- Aumentos de capital sin medidas compensatorias antidilución
- 3.- Creación de una nueva clase o serie de acciones o participaciones con derechos superiores a los crowdfunding.
- 4.- Aprobación de una fusión o absorción, enajenación de un volumen sustancial de activos de la empresa, o liquidación de la misma.

Para evitar las dificultades de ejercicio del derecho de veto al estar los valores muy fraccionados o desperdigados, sería muy útil, como ya hemos repetido, la integración de los mismos en un vehículo societario especial que pudiese adoptar sus acuerdos mediante mayorías convenientemente diseñadas en sus Estatutos.

Hemos indicado anteriormente, que una alternativa bastante recomendable para los inversores crowdfunding, es la utilización de acciones o participaciones sin voto, pero, también se podría contemplar via Estatutos o pactos parasociales, la posibilidad de otorgar derechos de voto en determinadas y excepcionales circunstancias, como las mencionadas anteriormente.

b) Derechos de Acompañamiento y Arrastre

Entendemos que estos dos derechos, no contemplados en principio en las leyes y específicamente en la LSC, pueden cumplir una misión interesante en la financiación de las startups.

Los dos los comentamos agrupados aunque sus circunstancias y resultados tienen distinta finalidad, como vamos a resaltar a continuación.

Así, el llamado derecho de acompañamiento o “tag along” en el argot anglosajón, trata de atajar un fenómeno registrado en numerosas operaciones de adquisición de un paquete de control en una determinada empresa. Lo más cómodo para un

hipotético comprador es limitarse a adquirir solamente el volumen de acciones o participaciones que le garantice el control de la sociedad objeto. Con esta limitada inversión consigue su aspiración de dominio y gestión de tal entidad, sin tener que preocuparse por el resto de los accionistas que deben contemplar impotentes, como los detentadores de la mayoría o grupo controlador se embolsan, quizás, pingües plusvalías.

En el caso del crowdfunding, este derecho de acompañamiento, muy atractivo probablemente para los inversores integrantes, supone que estos estarán autorizados para exigir también la adquisición por el tercero de sus valores por el mismo precio y condiciones que los mayoritarios o de control. Se puede argüir aquí que el tercer adquirente no puede, en principio, ser compelido a formalizar esta compra adicional, aplicando la máxima “res inter alias acta”. Sin embargo, los expertos en la materia sugieren,¹⁹ para obviar este problema, que el minoritario que desee enajenar también sus acciones, podría contar con una opción de venta o “put”, para vender a los mayoritarios sus valores en los mismos términos que estos a los terceros compradores.

Llegados a este punto, es oportuno indicar que tal derecho de acompañamiento debería encontrar su lugar de encuadramiento en los Estatutos sociales o en el contrato de accionistas a que nos referiremos en el siguiente capítulo de este trabajo.

Distinto es el fin del derecho de arrastre o “drag along”, pues viene a representar una obligación del minoritario de aceptar la venta de sus valores en las mismas condiciones, cuando los mayoritarios hayan decidido enajenar las suyas.

(19) Serrano Acitores, A.: “Los pactos parasociales en el contexto del Equity Crowdfunding” en “Crowdfunding, Aspectos Legales”, Moreno Serrano, E., Cazorla González-Serrano L. (Coordinadores), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters, Aranzadi, 2016, p. 281-282

Este “poder de arrastre” del mayoritario, tiende a evitar que un accionista empecinado o sencillamente independiente y disconforme con la venta o sus condiciones específicas, malogre la enajenación del 100% de la empresa o del paquete específico de control, como condición “sine qua non” de la transacción. Esta cláusula ha sido objeto de mayor discusión por la doctrina, por su problemática, quizás, inscripción en el Registro Mercantil, pues podría atentar contra el derecho de dominio de los accionistas reticentes a la venta, por causas, a veces, perfectamente legítimas.

En los casos en que este derecho de arrastre figurase en los Estatutos, habría que definir en primer lugar qué tanto por ciento de acciones podría desencadenar tal obligación de arrastre. Tendría que originarse este derecho, en todo caso, en el supuesto de venta del 50% o más de las acciones, a un tercero y acompañarse de una opción para los minoritarios (“call”), de compra de tales valores en las mismas condiciones que en el trato con los terceros.

Situación peculiar es la que se produce en las limitadas en que en virtud del art. 107, a falta de regulación estatutaria, las transmisiones de participaciones por actos “intervivos”, quedarán sometidas, salvo que se trate de ventas entre socios o intra grupo, a un conjunto de reglas que incluye el consentimiento de la sociedad y el derecho preferente de adquisición de otros socios o incluso terceros.

Este derecho de arrastre será normalmente objeto de cláusulas estatutarias o más probablemente de acuerdos parasociales, que fijarán su alcance y ejercicio.

Es interesante mencionar que en el anteproyecto de nuevo Código de Comercio, se reconoce explícitamente en sus arts. 232-11 y 233-20.04, los derechos de acompañamiento y arrastre que, indudablemente, puedan responder a intereses perfectamente legítimos de determinados accionistas.

c) Derecho de separación

Este derecho puede tener en determinados momentos y circunstancias, importancia relevante, actuando como una especie de “válvula de escape” para aquellos accionistas o partícipes que discrepen de medidas concretas o acuerdos adoptados por los órganos de administración de la sociedad.

La Ley de Sociedades de Capital consagra este derecho en sus artículos 346-1, 2 y 3 y 348-bis.

El art. 346, Causas legales de separación, reza así:

“1. Los socios que no hubieran votado a favor del correspondiente acuerdo, incluidos los socios sin voto, tendrán derecho a separarse de la sociedad de capital en los casos siguientes:

- d) Sustitución o modificación sustancial del objeto social
- e) Prórroga de la sociedad
- f) Reactivación de la sociedad
- g) Creación, modificación o extinción anticipada de la obligación de realizar prestaciones accesorias, salvo disposición contraria en los Estatutos.

2. En las sociedades de responsabilidad limitada tendrán, además, derecho a separarse de la sociedad los socios que no hubieran votado a favor del acuerdo de modificación del régimen de transmisión de las participaciones sociales.

3. En los casos de transformación de la sociedad y de traslado de domicilio al extranjero, los socios tendrán derecho de separación en los términos establecidos en la Ley 3/2009 de 3 de Abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.”

Por su parte, el art. 348-bis, que recoge la modificación introducida por la Ley 11/2018 en el derecho de separación, en caso de falta de distribución de dividendos, dispone:

“1. A partir del quinto ejercicio a contar desde la inscripción en el Registro Mercantil de la sociedad, el socio que hubiera votado a favor de la distribución de los beneficios sociales tendrá derecho de separación en el caso de que la Junta General no acordara la distribución como dividendo de al menos, un tercio de los beneficios propios de la explotación del objeto

social, obtenidos durante el ejercicio anterior, que sean legalmente repartibles.

2. El plazo para el ejercicio de derecho de separación, será de un mes a contar desde la fecha en que se hubiera celebrado la Junta General Ordinaria de socios.

3. Lo dispuesto en este artículo no será de aplicación a las sociedades cotizadas.”

Como ya mencionamos anteriormente, en el art. 346.3, la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales, prevé otros casos en que los socios tendrán derecho de separación.

Además de las causas de separación legales, el art. 347 anticipa otras posibles causas de separación basadas en los Estatutos, en el bien entendido que su “incorporación, modificación o supresión”, requerirán del consentimiento unánime de todos los socios, o quizás podrán ser objeto de pactos omnilaterales.

Por su parte, los art. 348 sobre ejercicio del derecho de separación y el 349, inscripción en el Registro Mercantil del acuerdo, completan el régimen de tal derecho.

Como a lo largo de este capítulo hemos puesto énfasis en la importancia para los accionistas o partícipes en el crowdfunding de la percepción de dividendo, incluso preferente, previa renuncia al derecho de voto en su caso, consideramos oportuno detenernos algo más en su análisis y efectos.

Así, observamos que expertos como Rosalía Alfonso ²⁰, se muestran muy claros y contundentes sobre las intenciones de los socios mayoritarios al negarse a repartir dividendos: Esta estrategia persigue abusar del socio minoritario, pues en no pocas ocasiones el mayoritario tiene la posibilidad, entre otros, de percibir dietas y otros emolumentos por su pertenencia al órgano de administración de la empresa o de colocar, añadiríamos nosotros, distintos familiares, además de, en ocasiones, gozar de una situación más saneada.

Cuestión interesante que, también bosqueja la experta, es la posibilidad de introducir en los Estatutos, cláusulas anulatorias de esta causa de separación. Es éste un asunto de calado que ha provocado opiniones encontradas y que, dada su trascendencia y negativos efectos en el crowdfunding, nos inclinamos por rechazar, a menos que recibiera el voto aprobatorio mayoritario por parte de estos inversores.

En el caso de participaciones sociales y acciones sin voto del art. 99 de la LSC, sobre dividendo preferente, el lenguaje es suficientemente concluyente e imperativo para rechazar, a nuestro juicio, la exclusión estatutaria.

Cuestión relevante, en relación con el derecho de separación, es la valoración de las participaciones o acciones objeto del mismo. A tal efecto, el art. 353 de la LSC, contempla y disciplina el tema, estableciendo la valoración por experto independiente, designado por el registrador mercantil, salvo que se llegue a un acuerdo entre la sociedad y el socio o se trate de acciones cotizadas en mercado secundario oficial.

(20) Alfonso Sánchez, Rosalía: “Estatuto Jurídico del Socio (II). Separación y Exclusión” en “Introducción al Derecho de Sociedades de Capital, Estudio de la Ley de Sociedades de Capital y Legislación Complementaria”, José Miguel Embid Irujo, (Director), Madrid, Marcial Pons, 2013, pags. 183

Como decíamos al principio de este apartado, el derecho de separación cumple una misión específica, en favor de accionistas minoritarios ante abusos de la mayoría, como mencionamos anteriormente, pero también, en algunos casos, para la misma evolución pacífica de la sociedad, permitiendo la salida de algunos accionistas disruptivos, con razón o sin ella. Por tanto, su exclusión general a través de Estatutos, no parece posible por contravenir normas de orden público, en su caso.²¹

Después de esta exposición sobre el derecho de separación del que gozan tanto los accionistas como los partícipes en SL, debemos concluir que el tal derecho puede desempeñar una función útil para aliviar o solucionar tensiones o abusos en el devenir de los proyectos de crowdfunding, proporcionando a los inversores, mecanismos posibilistas de acomodación.

d) Derechos de tanteo y retracto

Consideramos oportuno omitir aquí su comentario, reservándolo para el próximo Capítulo Octavo, sobre los pactos parasociales en que este y otros temas específicos serán ampliamente analizados.

(21) Brenes Cortés, J.: “El derecho de separación del accionista”, Barcelona, Marcial Pons, 1999, pag. 158.

CAPITULO OCTAVO

Los pactos parasociales en el crowdfunding

I. Teoría General

I.1 Introducción

Los llamados en general en nuestro Derecho, con la expresión “gregizante” “pactos parasociales” y en los países del “Common Law”, Contratos de Accionistas o “Shareholders` Agreements”, revisten un fenómeno, que si bien, originalmente arcano o exótico, ha venido a ser, ya desde la segunda mitad del pasado siglo, algo habitual en la vida societaria. Así, algún autor ha llegado a hablar, con acierto, de “la cotidianidad de los pactos parasociales.”¹

En efecto, fue un conocido representante de la doctrina italiana, Giorgio Oppo,² quien analizó con sutileza este nuevo tipo de contrato entre varios o todos los accionistas de una sociedad o incluso terceros, que si bien nacía al tráfico jurídico fuera, en principio, del “corpus” organizativo societario, tenía una clara intención de incidir en su ámbito interno, sin integrarse sin embargo en el pacto societario o estatutos.

(1) Embid Irujo, J.M.: “La Cotidianidad de los Pactos Parasociales”,
Valencia, Commenda, Rincón de Commenda, 21/03/2017

(2) Oppo, Giulio: “I Contratti Parasociali”, Dottor Francesco Vallardi,
Milano, 1942

En España, la figura fue discutida por la doctrina e incluso repudiada por algún texto legislativo,³ pero ha tenido sobre todo a raíz de la homologación de nuestro Derecho de Sociedades, por la entrada de España en la Unión Europea, una rápida difusión, convirtiéndose en una institución habitual en nuestro paisaje societario.

A su difusión ha contribuido significativamente el hecho del notorio incremento del número de sociedades de responsabilidad limitada, cuyos Estatutos han venido siendo “normalizados” o convertidos en “estatutos tipo”, en aras de conseguir una mayor agilidad o rapidez en la constitución e inscripción registral de tales sociedades.⁴

Este fenómeno, que podríamos calificar como una especie de contagio del “síndrome de la prisa”, impulsada en parte por la aceleración en los procesos tecnológicos, ha producido como reacción la necesidad de los socios de articular a través de los pactos parasociales “trajes a medida” que busquen solucionar o al menos paliar los estrechos cauces estatutarios.

La tendencia hacia la admisión y aceptación de estos pactos, bien legislativamente o a nivel de jurisprudencia o doctrina, ha tenido un alcance que podríamos calificar de universal, tanto en los países de Derecho Civil, en su versión continental europea o de los países de América del Sur, como del “Common Law”, tanto británico como estadounidense o australiano.

(3) Garrigues, Joaquín, “Sindicato de Accionistas” en RDM, N° 55 (1955), p. 101 y LSA 1951, art. 6, que prescribía la nulidad de “los pactos sociales” que estuvieran “reservados” o sea que no figurasen en la escritura o estatutos.

(4) Art. 15 de la Ley 14/2013 de 27 de Septiembre, de apoyo a los emprendedores, su internacionalización, desarrollada por el R.D. 421/2015 de 29 de Mayo, por el que se regulan los modelos de estatutos-tipo y de escritura estandarizados, de las sociedades de responsabilidad limitada, se aprueban modelos de estatutos-tipo, se regula la Agenda Electrónica Notarial y la Bolsa de Denominaciones Sociales con Reserva.

El que los pactos parasociales sean tan difundidos por su utilidad o quasi-necesidad en algunos casos, no supone, sin embargo, que su discurrir por el mundo societario haya sido totalmente pacífico. Así es evidente que nos encontramos con dos manifestaciones o realidades de distinto origen y rango, la interna o “formal” de los Estatutos o contrato social, o mejor, societario, solemnizado en Escritura Pública e inscripción en el Registro Mercantil, y la más “informal” de los pactos, con libertad de forma y reserva o privacidad que pueden contener cláusulas potencial o abiertamente contradictorias, en su caso.

Para terminar esta breve introducción, diremos que en el caso de España contamos con escasas menciones en la normativa actual. Así, el art. 29 de la LSC que, aunque de manera implícita o a “contrario sensu”, reconoce la validez “inter partes” de los pactos y su eficacia, declara que aquellos que se mantengan reservados solo entre los socios, no serán oponibles frente a la sociedad.

Esta validez y eficacia ha sido objeto de reconocimiento tangencial disperso en algunas otras disposiciones legales y en numerosas decisiones jurisprudenciales apoyadas normalmente en diversas opiniones doctrinales.

Por su parte, el Anteproyecto de Código Mercantil de 2014, sí se refiere concretamente a a estos pactos.

I.2 Concepto y Finalidades

Dada la variedad de contenidos de estos pactos, no resulta fácil el formular na definición sencilla y unívoca, por eso es útil buscar en su finalidad u objeto más habitual el sustento básico descriptivo para su caracterización.

Así, Cándido Paz-Ares ⁵ nos indica que su objetivo es “completar, concretar o modificar en sus relaciones internas las reglas legales y estatutarias que rigen dichas relaciones.

En el mismo sentido, Fernández de la Gándara manifiesta que estos pactos “están destinados básicamente a integrar o modificar la disciplina legal o estatutaria en aquellos aspectos de la relación jurídico-social en que los firmantes del pacto se vean directamente afectados.” ⁶

Son pactos o contratos bien anclados en la autonomía de la voluntad, como analizaremos más adelante al discernir su naturaleza jurídica, que vinculan en principio a sus firmantes, sean éstos algunos o todos los socios de una entidad o incluso terceros, pero que poseen un indudable engarce, con todas sus consecuencias, con la estructura jurídica de la sociedad.

I.3 Contenido y Clases

Dada la variedad de contenidos y finalidades perseguidas por estos pactos, reflejo de la complejidad y sofisticación creciente del mundo de los negocios y del ingenio, poder y habilidad de sus operadores económicos y jurídicos en su relación con el entramado normativo nacional e internacional, no es tarea fácil establecer una taxonomía de los mismos.

No obstante, el tema ha suscitado un indudable interés entre un buen elenco de autores. Así, retrotrayéndonos a la aparición en el mundo societario, esporádica al principio y más constante después de estos pactos, a mitades del pasado siglo,

(5) Paz-Ares, C. “El *enforcement* de los pactos parasociales” en [http://www.uria.com/esp/actualidadjurídica/n5/03 Cándido.pdf](http://www.uria.com/esp/actualidadjurídica/n5/03_Cándido.pdf).2003, p. 11

(6) Fernández de la Gándara, L.: “Pacto Parasocial” en AAVV, Enciclopedia Jurídica Básica, Vol III, Madrid, Civitas, 1995, p. 4712

nos encontramos una primera iniciativa de clasificación debida a la doctrina italiana y más concretamente al profesor Oppo.⁷

Según esta aportación que observa el contenido de los pactos parasociales, los mismos se dividen en: a) pactos parasociales de organización, b) pactos de relación y c) pactos parasociales de atribución.

Los pactos parasociales de organización tienen una indudable incidencia en la vida social y toma de decisiones. En el diáfano lenguaje de Oppo, estos pactos “pueden incidir directamente sobre la sociedad en tanto se dirigen a influir sobre su vida y su acción, o en tanto invaden jurídicamente los derechos de la sociedad y las competencias de sus órganos, sustituyendo los socios singularmente considerados a estos últimos”.

Inciendo en el contenido de los pactos de organización, de indudable trascendencia en el devenir social, autores como Martínez Rosado⁸ nos enuncian una larga y sustancial lista de acciones y decisiones de evidente trascendencia, tales como “la fijación de la política empresarial a desarrollar por la sociedad (plan de negocio, política de dividendos, etc.), los que versan sobre el ejercicio de los derechos de minoría (quorum y mayorías necesarias para la adopción de acuerdos), los relativos a la fijación o composición del órgano de administración, los que se refieren al arbitraje y, en general, a los medios de resolución de conflictos como remedio para desatascar situaciones de bloqueo (deadlock), los que versan sobre la información que debe proporcionarse a los socios, la contratación de familiares, los relativos a modificaciones estatutarias o la disolución de la sociedad (v.gr. atribuyendo a un socio el derecho a instar la liquidación si se verifican determinadas circunstancias), etc.”.

(7) Ibidem, Oppo, Giulio, “I Contratti Parasociali”, pp. 7 a 12

(8) Martínez Rosado, Javier, “Los Pactos Parasociales”, Madrid, Marcial Pons, 2017, p. 49

Por su parte, los pactos sociales de relación, son, siguiendo a Oppo ⁹, aquellos que obligan exclusivamente a los socios firmantes, sin involucrar para nada a la sociedad, destacándose entre ellos los que establecen “inter partes” el sistema de distribución o reparto de dividendos, sin tener en cuenta los preceptos legales o estatutarios, los de adquisición preferente de valores, o los que diseñan en el mismo ámbito un mecanismo peculiar para la enajenación de acciones a participaciones, y los que limitan o ponen un tope a algún socio en la participación en el capital de la empresa.

Los citados pactos son perfectamente admisibles a pesar de su atipicidad pues son fruto de la autonomía de la voluntad contractual del art. 1255 del Código Civil, sin tener por qué chocar, en general, con leyes imperativas, orden público ni las otras excepciones allí contenidas.

Por fin, los pactos parasociales de atribución, representan la asunción de ciertas obligaciones a cargo de socios determinados y en beneficio de la sociedad. Ejemplo de los mismos lo tenemos en aquellas situaciones en que accionistas concretos, por razones de su incumbencia, se comprometen a suministrar apoyo financiero a la sociedad en cuestión, mediante aumento de capital, otorgamiento de préstamos, etc.

Un ejemplo práctico de estos acuerdos podría venir plasmado en la obligación de un socio de emitir las llamadas “cartas de confort” o de “patrocinio”, fuertes, en que un socio, persona jurídica o física, se comprometería a tomar todas las medidas adecuadas para que la sociedad pudiese hacer frente a las responsabilidades de pago a una entidad financiadora concreta.

Una clasificación basada en elementos subjetivos, distingue entre aquellos pactos que son formalizados por algunos socios o por todos ellos, u omnilaterales.

(9) Ibidem, Oppo, Giulio, “I Contratti Parasociali”, p. 7

La doctrina y la práctica han consagrado también aquellos pactos en que no solamente participan los socios, sino también la propia sociedad o incluso otro tercero, lo cual plantea problemas de difícil resolución por posibles conflictos con los estatutos y la pretendida, a veces, oposición contra acuerdos sociales, especialmente si el pacto tiene carácter omnilateral.

El conflicto posible entre este último y el contrato social o estatutos, ha dado origen a encarnizadas batallas judiciales, incluso a nivel del Tribunal Supremo, con invocaciones a la buena fe, el abuso del derecho o el levantamiento del velo corporativo, entre otros.

Una clasificación también relevante que podríamos hacer es la existente entre pactos reservados o privados, entre socios y aquellos que han trascendido esta privacidad comunicándose a la sociedad y terceros, en su caso.

Sabemos que en virtud del principio de relatividad de los contratos del art. 1257 del Código Civil, éstos “solo surten efectos entre las partes que lo otorgan y sus herederos”, salvo que tengan estipulación a favor de terceros en los términos expresados en dicho artículo.

Este postulado se ratifica, como ya anticipamos, en el art. 29 de la LSC sobre inoponibilidad frente a la sociedad de los pactos reservados entre los socios. Esta inoponibilidad o mejor, la oponibilidad de los pactos comunicados, en su caso, sobre todo los omnilaterales, ha dado origen a amplios comentarios doctrinales dispares como detallaremos más adelante.

Terminamos este apartado destacando que en sede de sociedades cotizadas, nuestra normativa exige la comunicación de los pactos parasociales a la propia sociedad y a la CNMV y su depósito en el Registro Mercantil, como elemento necesario para su validez.

Del mismo modo, el artículo 80 de la Ley 5/2015 exige en su apartado 1.c, referido a los Estatutos sociales o al reglamento de la Junta, que dichos textos

“establecerán que los pactos parasociales que tengan por objeto el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que incidan de algún modo en la transmisibilidad de las acciones, participaciones sociales u otros valores representativos del capital, habrán de ser comunicados inmediatamente a la propia sociedad y por ésta al resto de los socios.”

I.4 Naturaleza Jurídica de los Pactos Parasociales

Como ya adelantamos en este mismo capítulo, los pactos parasociales tienen una indudable naturaleza contractual, tanto en los Estados del Derecho Civil como en aquellos en que impera el “Common Law”.^{10/11}

La misma conclusión es clara en nuestro Derecho, a partir del cumplimiento de los requisitos de los art. 1261 del C.C. en base al 1254 del mismo C.C. (consentimiento, objeto y causa), alcanzando fuerza obligatoria en virtud del 1278 y sobre todo el 1255, que plasma una autonomía de la voluntad cuyos únicos límites son las leyes (imperativas), la moral y el orden público.

Dentro de este singular marco normativo, se ha calificado a los pactos parasociales como atípicos, por su heterogeneidad de materias, que hace muy difícil su tipificación completa, sinalagmáticos o bilaterales y de tracto sucesivo en la mayoría de los casos, aunque pueda ser para iniciativas puntuales como el voto en una junta general determinada.

Una reflexión interesante, en el ámbito de la naturaleza jurídica de estos pactos, es si constituyen, al menos en algunos casos, un contrato de sociedad pues pueden reunir las características típicas de tal contrato, según se contienen en el art. 1665

(10) Ibidem, Oppo, Giulio, “I Contratti Parasociali, pp 20 y s.

(11) Sealy, L.S., “Shareholders Agreements, an Endorsement and a Warning from the House of Lords”, Cambridge Law Journal, Vol 51, nº 3, Noviembre 1992, p. 437.

y concordantes del C.C. y 116 y siguientes del C. de Comercio, esto es: origen contractual, un objetivo común, lícito y en interés común de los contratantes, el ánimo de lucro (art. 1666) y la puesta en común de los elementos (dinero, bienes o industria) para la consecución de tal ánimo de lucro.

En favor de esta teoría societaria o de sociedad interna, se han decantado numerosos tratadistas como J. Girón Tena ¹² y Alonso Ledesma ¹³, que opinan que, en gran parte de los casos y especialmente en los de constitución de sindicatos de voto y otros, nos encontraremos ante un contrato de sociedad, o que representan una figura inequívocamente de sociedad.

Hay autores sin embargo, como Aurelio Menéndez, que destacan que en algunos casos en que se da un convenio de voto puramente unilateral, por implicar obligaciones para uno de los contratantes únicamente de ejercer su voto en un sentido concreto, no se puede admitir la existencia de una sociedad sino más bien de un contrato de gestión de negocios ajenos. ¹⁴

Una cuestión debatida en la doctrina es si los pactos omnilaterales o firmados por todos los socios, pueden considerarse como una adición, o en otras palabras, suponen una extensión o ampliación del contrato social.

Los autores que defienden esta asimilación “sui generis” a los estatutos, avanzan incluso un paso más, apoyando la posibilidad de impugnar los acuerdos sociales, argumentando que el firmante del pacto que incumpliendo el mismo votara un

(12) Girón Tena, José, “Derecho de Sociedades”, Madrid 1976

(13) Alonso Ledesma, Carmen: Voz, “Pactos Parasociales” en AAVV, C. Alonso Ledesma (Dir.) “Diccionario de Derecho de Sociedades”, Madrid, Instel, 2006, p. 856

(14) Menéndez, Aurelio, “Los pactos de sindicación para el órgano administrativo de la sociedad anónima”, en AAVV, “Estudios de homenaje a R. Uría”, Madrid, Civitas, 1978, p. 361

acuerdo social contradictorio con él, violaría su obligación de fidelidad y por ende el interés social.¹⁵

La mayoría de la doctrina, por el contrario, se inclina por resaltar las diferencias entre los estatutos y los pactos parasociales. Así, Fernández de la Gándara¹⁶ nos hace notar la diferencia entre la eficacia puramente obligacional del pacto parasocial y la “erga omnes” de los Estatutos. Si bien los Estatutos obligan a los nuevos socios “ab initio”, no así los pactos parasociales hasta el momento en que sean a su vez firmados por aquellos.

Por otra parte, la modificación de los Estatutos requiere un acuerdo de la junta general con mayorías reforzadas, conforme al art 285 y siguientes de la LSC, en tanto que en los pactos, basta la firma de todos sus suscriptores.

El hecho de que los Estatutos se inscriban en el Registro Mercantil y no los pactos parasociales, unido a todas las otras garantías del Derecho de Sociedades, de publicidad de las juntas generales, aprobación por mayorías reforzadas, información suficiente, régimen de impugnación de acuerdos, etc., permiten una distinción entre un documento de carácter contractual y eficacia entre partes y un instrumento societario, con vocación de repercusión “erga omnes”.

I.5 Legitimidad y efectos contractuales “inter partes” de los pactos parasociales y sus límites

Como ya se afirmó en pasajes anteriores de este trabajo, la validez y eficacia “inter partes” de los pactos parasociales, ha sido universalmente admitida, salvo

(15) Noval Pato, J.: “Los pactos omnilaterales: su oponibilidad a la sociedad. Diferencias y similitudes con los Estatutos y los pactos parasociales”, Cizur Menor, Navarra, Civitas, Thomson Reuters Aranzadi, 2012, pags. 75-80, 85 y 89

(16) Ibidem, Fernández de la Gándara, L.: Voz “Pacto Parasocial”, p. 4713

muy contadas excepciones, no solo en los países del Derecho Civil, sino también en los ordenamientos del “Common Law”. La jurisprudencia y la doctrina han seguido una actitud similar.

Ejemplos significativos europeos se muestran en la doctrina francesa,¹⁷ que registró desde mitades del siglo XX una completa evolución de apertura hacia dichos pactos y sobre todo la italiana,^{18/19} distinguiendo muy nítidamente entre validez de los mismos entre los firmantes y su ineficacia respecto a terceros, entre otros la sociedad. Lo mismo en el mundo anglosajón.²⁰

Los citados autores se muestran partidarios de potenciar la autonomía de la voluntad de los socios, sobre todo en el ámbito de las sociedades limitadas o cerradas, que es, precisamente, en el que más a menudo se formalizan estos pactos, a diferencia del mundo de las corporaciones o sociedades “públicas”, en el argot estadounidense, o cotizadas. Parecido argumento desarrollan los tribunales, cuidadosos igualmente, por velar por el cumplimiento de las normas imperativas societarias.

Ya dijimos también antes, que en nuestro país se ha dado una clara evolución hacia la admisión de tales pactos, con sus propios límites, al amparo del principio de autonomía de la voluntad. Una cosa es defender la validez de los mismos dentro de los amplios cauces negociales alejados de infracciones a las leyes imperativas, la moral o el orden público y otra, trascender este paradigma de

(17) Ripert, G. “Traité Elementaire de Droit Commercial”, Paris, Librairie Generale de Droit et de Jurisprudence, 1951, p. 444

(18) Farenga, Luigi: “I Contratti Parasociali”, Milano, Giuffré, 1987, p. 13

(19) Ibidem, Oppo, Giulio, “I Contratti Parasociali”, pp 115-121

(20) O’Neal H. y Thomson, R.B., “Close Corporations and LLC Law and Practice”, Rev. Thomson Reuters, 2004, Section 4.4., 4.6 to 4.11 and 3.8.

relatividad subjetiva con su posible impacto en la sociedad misma y otros terceros en el caso específico de los denominados “pactos reservados”.

Así pues en base al contenido del Título II, Capítulo Primero del C.C. que regula la materia contractual y su antecedente en el Título Primero del Libro Cuarto sobre las obligaciones y específicamente su artículo 1091, que textualmente dice “Las obligaciones que nacen de los contratos tienen fuerza de ley entre las partes contratantes y deben cumplirse a tenor de los mismos”, no cabe dudar de la validez de los pactos parasociales y su eficacia “inter partes”.

Otras manifestaciones del reconocimiento posterior de estos pactos lo tenemos como ya hemos mencionado anteriormente en el art. 29 de la LSC que los reconoce “a contrario sensu” aunque no los considera oponibles a la sociedad en los casos de permanecer reservados.

En el mismo sentido de homologación de los mismos, el art. 128 del Texto Refundido, R. Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de Octubre de la Ley del Mercado de Valores, establece en su apartado b) la obligación de formular una oferta pública u OPA, de adquisición de la totalidad de las acciones u otros valores a “quién alcance el control de una sociedad cotizada, “mediante pactos parasociales con otros titulares de valores”.

La propia LSC, en su arts. 530 y siguientes, regula la publicidad que se debe dar a los pactos parasociales en sede de sociedades cotizadas.

Mención especial merece también el R.D. 171/2007 de 9 de Febrero, por el que se regula la publicidad de los llamados “protocolos familiares”, pues en efecto se trata de un pacto de socios en la esfera familiar.

Por fin, tenemos que concluir este elenco de reconocimientos normativos, mencionando el art. 80.1.c) de la LFFE, tan comentada en este trabajo, que establece taxativamente la obligación de comunicar inmediatamente a la sociedad y por esta a los socios, de la existencia de tales pactos, con contenidos específicos.

Tanto en el caso de los artículos 530 y 531 de la LSC relativos a pactos parasociales en sociedades cotizadas como el correspondiente al art. 80 de la LFFE, o crowdfunding, se restringe la publicidad de los pactos a la propia sociedad y a la CNMV, en el primer caso o a la propia sociedad y por esta a los demás socios en el segundo. Se circunscribe, además, dicha obligación a aquellos pactos parasociales que tengan por objeto el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones u obligaciones convertibles o canjeables, en el primer supuesto, o acciones, participaciones sociales u otros valores representativos del capital, en el último.

Respecto al tema de los límites a la autonomía de la voluntad contractual en nuestro Derecho, y concretamente el primero de ellos, o sea su “choque” con preceptos legales imperativos, los autores distinguen entre contravenciones al Derecho de obligaciones o al específico Derecho de sociedades. Elemento fundamental a considerar, según resalta Martínez Rosado en un reciente trabajo,²¹ lo constituye el que la normativa societaria no representa un límite a la validez de los pactos parasociales, salvo en aquellos casos que afecten a terceros, en especial acreedores. No cabe duda en este sentido, según él, que un pacto parasocial que admita la devolución de las aportaciones sociales a los socios en caso de disolución, sin haber satisfecho antes a los acreedores sociales, es nulo de pleno derecho.

En lo concierne a los límites del art. 1255 y una vez comentada la barrera que supone la infracción de las leyes, el siguiente problema es la no contravención de los principios morales, o el orden público.

Ambos conceptos, moral y orden público, encierran un contenido solemne y ambicioso, pero pueden ser difíciles de definir o concretar, sobre todo en un

(21) Ibidem, Martínez Rosado, Javier: “Los Pactos Parasociales”, p. 113, 119

contrato tan complejo y en el que existen tantos intereses y ansias de poder y lucro, como es el mundo de los negocios.

Ciñéndonos a nuestro ámbito estricto, la moral o la existencia de una causa ilícita debieran representar obstáculos para la validez de los pactos. Así, se considera que la venta o cesión de voto o cambio de ciertos tipos de remuneraciones, rozaría con ambos conceptos, aunque la cuestión no es pacífica por la existencia de matizaciones. Según algún autor,²² “es válida la cesión de voto a otro socio a cambio de remuneraciones o ventajas económicas, pero no en el caso de que la ventaja sea concedida por la sociedad, pues en este último caso existiría una lesión del interés social”. En otras palabras, la cláusula sería válida si el otro accionista, el comprador, es el que paga el voto de su bolsillo, pero no si lo hace la sociedad con su patrimonio.

La compra de voto ha sido frecuente, como sabemos, en tiempos pasados y quizás presentes, en el ámbito político y merece reprobación, en cuanto supone un ataque a la dignidad y autonomía de un ciudadano, pero quizás el reproche sea de menor calado en el ámbito de los negocios, pues no se trata normalmente de donación gratuita, sino de un “do ut des” con contraprestación satisfactoria probable para el vendedor.

El tema del orden público o “public policy”, en el mundo anglosajón, es un concepto solemne y real, como el conjunto de aquellos principios y valores, que representan la esencia fundamental de una comunidad, en un lugar y momento dados.

Se trata pues de reglas o postulados ideales y a la vez necesarios, pero no inmutables o permanentes en algunos casos, sino variables y siempre con

(22) Vicent Chuliá, F.: “Licitud, eficacia y organización de los sindicatos de voto”, en AAVV, Derecho Mercantil de la CEE, Estudios en homenaje a José Girón Tena, Madrid, Civitas, 1991, pags. 1232 y 1233

aspiración de mejora y plenitud, en determinados contextos geográficos y sociales.

Probablemente no será habitual encontrarnos con preceptos en los pactos parasociales, que colisionaran con el orden público, pues el contenido de estos se ciñe a intereses más a ras de tierra, o sea, buscando ventajas o seguridades más o menos aceptables y pragmáticas. No se puede excluir, sin embargo, situaciones excepcionales, discriminatorias o conculcadoras de libertades individuales, como sería el caso de impedir el acceso a la propiedad mobiliaria o a la creación de empresas a determinados individuos por razón de etnia, sexo, filiación política o creencia religiosa.

I.6 El incumplimiento de los Pactos Parasociales. Remedios, Medidas Cautelares y Clausulas Penales.

Es evidente que vista la trascendencia de muchos de los contenidos de los pactos parasociales: sindicatos de voto, restricciones la transmisibilidad de las acciones o participaciones sociales, pactos de no competencia, medidas sobre reparto de dividendos y otras, se trate de asegurar, mediante la aplicación de disposiciones legales o soluciones pactadas, el correcto y puntual cumplimiento de los mismos, tal como se indica a continuación.

I.6.a) Cumplimiento Específico

En coherencia con el encuadramiento de tales pactos dentro del amplio campo contractual, tendremos que acudir, en primer lugar, a los remedios previstos en Derecho de las obligaciones y específicamente contractual,²³ normalmente el

(23) Paz-Ares, C.: “El *enforcement* de los pactos parasociales”, en <http://www.uria.com/esp/actualidadjuridica/n5/03Cándido.pdf>, 2003, p. 21

llamado “cumplimiento específico” esto es, en la forma pactada, o mejor, para conseguir el resultado acordado.

No se nos oculta la dificultad de utilización de esta modalidad de ejecución de la obligación, salvo en los supuestos en que su contenido consista en un “dar”, en que tal cumplimiento específico, implique la entrega de lo pactado (redistribución del dividendo, por ejemplo). El problema del cumplimiento “in natura”, sería más difícil en los demás casos.

Así, en las obligaciones de “hacer”, la situación es más complicada, citándose el caso de los sindicatos de voto, en que se requiere una voluntad muy personal, expresada tras un proceso deliberativo. Sin embargo, aun en tal supuesto, parece el tema razonablemente resuelto mediante la intervención judicial (art. 708 de la Ley de Enjuiciamiento Civil).

De todas maneras la cuestión del proceso deliberativo en la junta, parece bastante diluido sobre todo en sede de las grandes aglomeraciones de socios en las asambleas de empresas multinacionales y similares. El voto a distancia o electrónico, a través de internet, no parece permitir tampoco deliberaciones o debates excesivos para la formación de la voluntad social.

Dentro de las obligaciones de “hacer” no existe probablemente, en contexto societario, ese tipo de prestaciones personalísimas, propias de ejecuciones artísticas o de virtuosos en diversas disciplinas. Aun así, sin embargo, no se puede descartar la existencia en algunos supuestos, probablemente muy contados, de situaciones en que no sea posible el cumplimiento específico de los pactos.

I.6.b) Indemnización de Daños y Perjuicios

El remedio más universal probablemente es el de la indemnización de daños y perjuicios, bien como solución única o como complementaria de la de cumplimiento específico.

En nuestro Derecho tenemos el artículo 1101 del C.C, que establece el principio general: “Quedan sujetos a la indemnización de daños y perjuicios causados los que en cumplimiento de sus obligaciones incurrieren en dolo, negligencia o morosidad y los que de cualquier modo contravinieren el tenor de aquellas”.

El alcance de la indemnización de daños y perjuicios comprende, según el art. 1106 del C.C., el “daño emergente” y el “lucro cesante” y el art. 1108 del mismo Código, concreta la sanción por la mora del deudor, haciendo que, salvo pacto en contrario, consistirá en el pago de los intereses convenidos y en su defecto el legal. El problema en este caso puede ser la prueba de tales daños que puede revestir bastante dificultad y esfuerzo en muchos casos.

I.6.c) Medidas Cautelares

Desde un punto de vista práctico, el incumplimiento por alguno de los integrantes de un sindicato de voto se hace patente con motivo de la celebración de la junta general, lo cual hace que el remedio contra el acuerdo tomado, en infracción del contenido de dicho sindicato, supondría impugnar dicho acuerdo, en su caso, o conformarse el sindicato con exigir por vía judicial, si es preciso, la indemnización de daños y perjuicios al o a los suscriptores infractores de dicho pacto, lo cual, en cualquier caso, podría no satisfacer las finalidades del mismo.

Es por esta razón que los autores se esfuerzan por prevenir, si es posible, el hecho consumado del voto “díscolo”. Así, Paz-Ares²⁴ no duda en destacar los problemas que esta reacción “a posteriori” representa para el cumplimiento específico de esta obligación de voto, sugiriendo métodos para “curarse en salud”

(24) Ibidem, Paz-Ares, C.: “El *enforcement* de los pactos parasociales”, p. 26

a través de movimientos “ex ante” o sea obteniendo, si es posible y de acuerdo con el art. 728 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, medidas cautelares.

El procedimiento de solicitud y materialización de dichas medidas cautelares no está exento de trámites y desembolso económicos, como la prestación de caución por parte del demandante para hacer frente a los daños y perjuicios que eventualmente pueda sufrir el demandado, además de demostrar el llamado “periculum in mora”. Por otra parte, la concesión de tales medidas por los tribunales tiene un elemento de provisionalidad y lleva consigo la carga de la prueba por el solicitante de que se dan los presupuestos fácticos para su concesión.

I.6.d) Otros Remedios

Otros posibles mecanismos utilizables en caso de incumplimiento de estos pactos, serían el ejercicio de la acción de remoción del art. 1098 del C.C.: “Si el obligado a hacer alguna cosa no la hiciere, se mandará ejecutar a su costa. Lo mismo se observará si la hiciere contraviniendo su tenor. Además podrá decretarse que se deshaga lo mal hecho”, de notoria semejanza con el cumplimiento específico, citado en el apartado I.6.a) y la virtualidad de la intervención judicial sustitutoria, pero que encierra serias limitaciones cuando se trate de instar la revocación de un acuerdo social, adoptado en infracción de los pactos o la toma en su defecto, de un acuerdo subsecuente anulatorio del anterior.

Otra posibilidad sería la invocación, también, del artículo 1124 en el caso de prestaciones recíprocas en contratos bilaterales, en que la parte cumplidora podrá optar entre el cumplimiento o la resolución del pacto, con abono en ambos casos de los daños y perjuicios causados.

I.6.e) Clausulas Penales

Como decíamos en el anterior apartado I.6.b), la dificultad y coste de la prueba de los daños causados por el incumplimiento de los pactos, hace aconsejable la cuantificación precautoria de los mismos a través de las llamadas cláusulas penales o “liquidated damages” en el argot anglosajón, cuya inclusión es muy frecuente en los pactos parasociales.

Nuestro Código Civil las regula en cierto detalle, previéndose, además, conforme al art. 1154 del C.C., la posible moderación por el juez, buscando una proporcionalidad justa, en las circunstancias concurrentes.

II. Pactos Parasociales y Prestaciones Accesorias

Una cuestión relevante que se ha suscitado en las últimas décadas, es la de los pactos parasociales omnilaterales, su contenido y alcance y su posible oponibilidad respecto a los acuerdos de los órganos sociales. Dada la trascendencia sobre todo de esta última temática, la doctrina discute la posibilidad de que los nuevos socios queden vinculados, suscribiendo los pactos, a través del cumplimiento de una prestación accesoria. Las prestaciones accesorias tienen según la LSC, rango estatutario, por lo que podría chocar esta mención con la tradicional discreción de tales pactos, sobre todo si se explicita el contenido de los mismos en el contrato social.²⁵

(25) Noval Pato, J.: “Los Pactos Parasociales” en “Estudios de Derecho de Sociedades” Colegio Notarial de Valencia, José Miguel Embid Irujo/Ubaldo Nieto Carol (Dir), Valencia, Tirant lo Blanch, 2019, pp. 94 y 112 y siguientes

Autores como Recalde Castells²⁶ indican que no es necesario que la prestación accesoria de suscripción de los pactos sea explícita en los Estatutos sobre su contenido, sino objetivamente determinable en sus aspectos esenciales.

III. Instrumentos Auxiliares de los Pactos Parasociales.

El ingenio de los operadores económicos y jurídicos para el mejor funcionamiento o facilitación de los pactos parasociales, ha diseñado y puesto en práctica, diversas estrategias para la consecución de sus objetivos. La doctrina, a su vez, ha construido esquemas más o menos viables con el apoyo explícito o más discreto de la normativa en vigor.

Los sindicatos de voto, que a no dudar representan uno de los elementos más relevantes de estos pactos por obvias razones, dependen normalmente del otorgamiento de un mandato, lo que implica el problema de la posible revocación del mismo o de la necesidad de conferir una representación especial para cada junta general, en las sociedades de responsabilidad limitada, salvo que aquella conste en escritura pública. Para salvar este obstáculo, se ha sugerido la constitución de una fiducia con su elemento central de transmisión de la propiedad de las acciones sindicadas a una persona física o jurídica, el propietario legal o “trustee”.

Este operador, relevado ya del problema que hemos adelantado de la representación del titular, pues él es ya dueño de los valores, cumplirá en tal calidad el pacto obligacional anexo al de transmisión real, votando en el sentido decidido por el sindicato. Como expresan ya desde mediados del pasado siglo

(26) Recalde Castells, A.J.: “Comentario al Art. 22 LSRL”, en AAVV, I. Arroyo, J.M. Embid y C. Górriz (Coord), “Comentarios a la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada”, Madrid, Tecnos, 2009, p. 344

destacados tratadistas,^{27/28} esta operación supone habitualmente la constitución de una sociedad a la que se traspasan los valores.

El negocio fiduciario, muy utilizado en los países anglosajones, bajo la figura del “trust”, que contiene una plasticidad y recorrido extraordinarios con múltiples variantes para cada necesidad, no goza de gran tradición en los países como el nuestro de herencia civil, pero no obstante, tampoco ha sido considerado ilegal.

Incidentalmente, este instrumento no ha conseguido hasta ahora aceptación amplia en nuestro Derecho a causa, sobre todo, de circunstancias de índole fundamentalmente fiscal. Solamente en México y en algún otro país de herencia hispánica, el “trust” o fideicomiso se ha desarrollado con múltiples aplicaciones, entre ellas la que nos estamos refiriendo del sindicato de voto.

La figura del fideicomisario o “trustee” es asumida allí normalmente por una institución bancaria o financiera, que cuenta con departamentos especializados en la materia.

Otros mecanismos auxiliares consisten, además de la constitución de una copropiedad sobre las acciones o participaciones, designando a una persona para el ejercicio de los derechos de socio, en el otorgamiento de derechos de usufructo a favor del síndico, concediéndole igualmente derecho de voto, si los estatutos así lo previeran. (Arts. 126 y 127 LSC).

(27) Broseta Pons, M., “Manual de Derecho Mercantil”, Vol I, Madrid, Tecnos, edición a cargo de F. Martínez Sanz, 2010, p. 341

(28) Garrigues, J. “Sindicatos de Accionistas”, RDM, N. 55 (1955), pp.103-107

Una alternativa muy frecuente es la constitución de una sociedad a la que se aportan los valores a syndicar, ejerciendo la misma el derecho de voto a través de sus órganos sociales como indica C. Alonso Ledesma.²⁹

La misma experta, Carmen Alonso Ledesma³⁰, menciona, como uno de los métodos más idóneos para asegurar el cumplimiento de las obligaciones derivadas del sindicato de voto, la formalización de un contrato de prenda de los valores en garantía de tal cumplimiento de la obligación, siempre que los estatutos permitan que el acreedor pignoraticio goce del derecho de voto sobre tales valores (Art. 132, LSC). Del mismo modo opina, F. Vicent Chuliá.³¹

Por fin, algunos autores ofrecen la solución de conferir opciones “put” y “call” a favor y a cargo, en su caso, de cumplidores de los pactos y disidentes, de manera que se restablezca el orden establecido.³²

IV- La Oponibilidad de los Pactos Parasociales respecto a Terceros

(29) Alonso Ledesma, C.: “Voz, Sindicato de Voto”, en AAVV. C. Alonso Ledesma (Dir) Diccionario de Derecho de Sociedades, Madrid, Justel, 2006, p. 1035

(30) Ibidem, Alonso Ledesma, C., “Voz, Sindicato de Voto” p. 1035

(31) Vicent Chuliá, F.: “Licitud, Eficacia y Organización de los Sindicatos de Voto” en AAVV Derecho Mercantil de la CEE, Estudios en homenaje a J. Girón Tena, Madrid, Civitas 1991, pags. 1203 y 1249

(32) Juan Gómez, M.C.: “Eficacia “ad extra” de los pactos parasociales ¿Realidad o ficción?” Diario “La Ley” n. 8578 S. Doctrina, 8 de Julio 2005, Ref. D-273

Como ha quedado ya bien establecido en apartados anteriores, el principio fundamental de los pactos parasociales es que esos son vinculantes entre los socios que los hayan suscrito, en el ejercicio de la autonomía de la voluntad contractual resumida en el brocardo “pacta sunt servanda”.

No existe, por tanto, discrepancia legal, jurisprudencial o doctrinal a este respecto, consagrándose como principio el de la relatividad de los contratos y su pleno alcance “ad intra”, que nuestra jurisprudencia lo ha adoptado en base fundamentalmente a los artículos 1091 y 1257 del Código Civil.

Corolario de estos postulados es que el contenido de tales pactos revisten una “ajeneidad” evidente, en relación a terceros que pueden, en consecuencia ignorarlos, como “res inter alios acta”.

La ineficacia u oponibilidad de los pactos respecto a terceros parece, pues, de entrada bien asentada. No serán pues eficaces ni tendrán validez fuera de sus estrictos límites obligatorios.

Sin embargo, la vida es rica en situaciones e intereses y, por consiguiente, los pactos tienden a reflejar esa pluralidad, planteándose dudas y suscitándose polémicas entre los estudiosos y disputas que en algunos casos llevan al ámbito judicial con resultados, a veces, distintos e incluso contradictorios.

Un tema especialmente interesante y de una evidente repercusión práctica, es el de la posible oponibilidad a terceros de los pactos limitativos de la transmisibilidad de las acciones. En otras palabras, hasta qué punto puede este tipo de pactos vincular a terceros, adquirentes de acciones o participaciones sociales. La cuestión se puede plantear en toda su importancia, en especial en el caso de pequeñas o medianas empresas, en que el principio de “intuitu personae”, o relación de confianza entre los socios, es fundamental y la entrada de un “cuerpo extraño” puede poner en grave riesgo la armonía y viabilidad social.

Ciñéndonos a la situación en nuestro Derecho, y siempre en el ámbito de las sociedades no cotizadas, la doctrina se ha inclinado mayoritariamente, por mantener que el tercer adquirente de buena fe de las acciones o participaciones, las ha adquirido sin limitación alguna.³³ Los pactos, salvo cuando sean incorporados al contrato social o estatutos, carecerán “per se” de eficacia frente a los terceros adquirentes de los valores.

El caso tiene matices relevantes en el supuesto de tratarse de sociedades cotizadas. En efecto, con arreglo al art. 531 de la LSC, se exige la publicidad de estos pactos cuando “incluían la regulación del ejercicio del derecho de voto en las Juntas generales o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones de las sociedades anónimas cotizadas”.

Por su parte, el mismo art. 531 concreta la “comunicación con carácter inmediato a la propia sociedad, (dejando de ser reservado, apuntamos nosotros como inciso), y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La pregunta que surge en este instante, en que estamos tratando de ver la eficacia hipotética de los pactos frente a terceros, como un adquirente cualquiera de los valores, es: ¿Quedará el nuevo comprador, pues, sometido a los constreñimientos a la transmisión establecidos en el pacto? En otras palabras, ¿quebrantará esta publicidad su presumida buena fe, como tercero, no firmante del pacto?

La respuesta claramente negativa, nos la ofrece razonadamente, el Profesor Martínez Rosado.³⁴ Para él la mentada publicidad legal, tiene un mero efecto informativo, para que los terceros tengan noticia de los mecanismos de control

(33) Fernández del Pozo, L.: “El *enforcement* societario y registral de los pactos parasociales. La oponibilidad de lo pactado en protocolo familiar publicado”, RDS nº 29, 2007, pag. 167

(34) *Ibidem*, Martínez Rosado, Javier. “Los pactos parasociales”, pag. 163

de la sociedad y por tanto, puedan tomar sus decisiones de comprar o no con mejor conocimiento.

Prosigue el citado autor incidiendo en su idea de que este superior conocimiento “no destruye la buena fe, por la sencilla razón de que no puede derogar la regla legal de la libre transmisibilidad”.³⁵

Dicha regla se encuentra en los arts. 33-3 del Texto Refundido del Mercado de Valores, aprobado por RDL 4/2015 y 9.4 del R.D. 1310/2005, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988 de 28 de Julio, del Mercado de Valores.

Termina el Profesor Martínez Rosado diciendo con rotundidad que “el tercer adquirente no deja de tener buena fe por tomar conocimiento o poder tener conocimiento de la existencia del pacto parasocial”.³⁶

Con independencia de que exista alguna voz discrepante, aunque excepcional, al respecto, no podemos menos que estar de acuerdo con el autor pues la libre transmisibilidad de los valores cotizados, parece consustancial a las acciones cotizadas, que dado el ritmo tan acelerado de su negociación, nunca podrían quedar enervados por constreñimientos de pactos parasociales. Si un hipotético adquirente tuviese que analizar estos pactos antes de tomar su decisión de compra, se pondría seriamente en cuestión la viabilidad de los mercados secundarios de valores, con todas sus consecuencias.

Puesto que el tema central de nuestro trabajo es el crowdfunding de inversión, debemos aquí mencionar la coincidencia de los preceptos legales de la LSC sobre sociedades cotizadas, ya comentados, con lo estipulado en su art. 80 de la LFFE, que en su Apartado 1.c) dispone que los Estatutos sociales, o reglamento de la Junta de promotores, “establecerán que los pactos parasociales que tengan por

(35) Ibidem, Martínez Rosado, Javier. “Los pactos parasociales”, pag. 164

(36) Ibidem, Martínez Rosado, Javier, “Los pactos parasociales”, pag. 165

objeto el ejercicio del derecho de voto en las Juntas generales o que incidan de algún modo en la transmisibilidad de las acciones, participaciones sociales u otros valores representativos del capital, habrán de ser comunidades inmediatamente a la propia sociedad y por esta al resto de los socios”.

La conclusión se nos antoja parecida respecto al enervamiento de la buena fe del tercer adquirente, aunque no deja de haber matices como el de la facilidad de la consulta de los pactos por vía telemática y la no exigencia de facilitación del tráfico negocial inherente a mercados de valores

V. La Oponibilidad de los Pactos Parasociales respecto a la Sociedad y sus acuerdos en Junta General.

Ya quedó bien sentado que los pactos reservados no son en manera alguna oponibles a la sociedad. Por otra parte, no debemos pasar por alto algunas excepciones a la relatividad de los contratos prevista en el art. 1257 del Código Civil, siempre que se cumplan sus condicionamientos para el efectivo ejercicio de su derecho por parte del tercero.

Los llamados pactos de atribución ya comentados anteriormente, tienen también eficacia obligatoria respecto a terceros, en el contexto de las leyes concursales. Pensemos en los convenios de refinanciación o simplemente de acreedores, con sus estipulaciones habituales de quita y espera.

Con independencia de los casos antes citados, nos interesa ahora, sin embargo, centrarnos en una temática que tienen notoria trascendencia y ha dado origen a disquisiciones doctrinales y enconadas batallas judiciales. Nos estamos refiriendo a la hipotética oponibilidad de los pactos suscritos por todos los socios u omnilaterales, frente a la sociedad y los acuerdos adoptados en dicha sede por sus juntas generales de socios.

Como sabemos, el principio general para la impugnación de acuerdos sociales es el establecido en el art. 204.1: “Son impugnables los acuerdos sociales que sean contrarios a la Ley, se opongan a los estatutos o al reglamento de la junta de la sociedad o lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros. La lesión del interés social se produce también cuando el acuerdo, aun no causando daño al patrimonio social se impone de manera abusiva por la mayoría. Se entiende que el acuerdo se impone de forma abusiva cuando, sin responder a una necesidad razonable de la sociedad, se adopta por la mayoría en interés propio y en detrimento injustificado de los demás socios”.

Ciñéndonos a la jurisprudencia de nuestro país y específicamente el Tribunal Supremo, el alto Tribunal no consideró en principio oponibles los pactos, aún los unilaterales, a los acuerdos sociales, a menos, naturalmente, que estos incurrieran en algunos de las violaciones del artículo citado, interpretado además, de manera estricta.

Sin embargo, ya a finales de la década de los ochenta, el Tribunal comenzó a tener una actitud más abierta, adoptando en sus sentencias argumentos como que el pacto parasocial suscrito por todos los socios equivalía a un acuerdo de junta general universal, o que la toma de acuerdos contraviniendo un pacto unilateral puede ser impugnado por considerarlo contrario a la buena fe y con abuso del derecho, lo que implica en sustancia una vulneración del interés social. Es lo que se conoce como “sentencias Munaka”.³⁷

En cuanto a la doctrina, se ha registrado una evolución pasando de la negación de la oponibilidad aún en el caso de los pactos unilaterales, a una postura más proclive a admitirla. Voces tan autorizadas como C. Alonso Ledesma, la avalan poniendo énfasis precisamente en el hecho de la adhesión del completo de los

(37) Sentencia 26 de Febrero de 1991 (RS 1991/1600) y Sentencia 10 de Febrero de 1992 (RS 1992/1204)

socios que destierra toda alteridad o ajenidad del documento.³⁸ Otros, como J. Juste Mencía, se rebelan contra algo que consideran una ficción artificial, difícilmente sostenible.³⁹

Otros tratadistas acuden a la doctrina del levantamiento del velo con la pretensión de equiparar el pacto omnilateral a los estatutos y su infracción a la vulneración de estos últimos.⁴⁰

Hay autores, por fin, que consideran el incumplimiento del pacto parasocial como una agresión al interés social, haciendo equivalente el interés social al de los socios, acudiendo a los deberes fiduciarios de lealtad y buena fe.⁴¹

A. Pérez Moriones se inclina en apoyar la impugnación de acuerdos sociales en base a los principios de buena fe y abuso del derecho (arts. 7.1 y 7.2 de nuestro Código Civil.⁴²

Javier Martínez Rosado, por su parte, considera las anteriores aportaciones como valiosas y de evidente sentido común y jurídico, pero nos pone sobre aviso de un

(38) *Ibidem*, Alonso Ledesma, C.: “Voz, Sindicato de Voto”, pág. 857

(39) Juste Mencía, J.: “Pactos parasociales e impugnación de acuerdos sociales: el acceso de las minorías al Consejo”, Madrid, Anuario Mercantil para Abogados, 2009, pág. 422

(40) *Ibidem*, Fernández del Pozo, L. “El *enforcement* societario y registral de los pactos parasociales. La oponibilidad de lo pactado en protocolo familiar publicado”, pags. 174 y 175

(41) Pérez Millán, D.: “Presupuestos y fundamento jurídico de la impugnación de acuerdos sociales por incumplimiento de pactos parasociales”, en RDBB, nº 117 (Enero-Marzo, 2010), pág. 257

(42) Pérez Moriones, A.: “Impugnación de acuerdos sociales y pactos parasociales (reflexiones a la luz de los últimos pronunciamientos de nuestros tribunales)”, en AAVV, Estudios de Derecho Mercantil, Liber Amicorum, Profesor D. Francisco Vicent Chuliá, Valencia, Tirant lo Blanch, 2013, p. 483

problema de clara trascendencia, pues si se admitiera en general la impugnación de los acuerdos sociales en base al pacto parasocial omnilateral, “se introduciría un elemento de inseguridad jurídica en nuestro ordenamiento, pues todo el régimen de adopción de acuerdos de impugnación y de publicidad, está dotado de una serie de garantías, tanto para proteger a los socios como a los terceros, con su inscripción en el Registro Mercantil.”⁴³

Así pues, serán una vez más los acuerdos los que habrán de prevalecer en este delicado asunto y serán solo impugnables en los casos establecidos en el artículo 204 de la LSC.

Queremos, por último, comentar por su singularidad, una relativamente reciente sentencia del Tribunal Supremo de 25 de Febrero del 2016, (RJ 2016/635) cuyos hechos son los siguientes: Dentro de una misma familia, se firmaron varios pactos omnilaterales respecto a dos sociedades, una anónima y otra limitada. En los pactos, el padre traspasó a varios de sus hijos un paquete de acciones en nuda propiedad, reservándose él el usufructo con derecho de voto sobre tales acciones. Tal derecho no se incluyó en los estatutos, como hubiera sido normal. (Art.127, LSC)

Llegadas las Juntas generales, el padre ejerció su derecho de voto sobre las acciones usufructuadas, aprobándose los acuerdos. Uno de los hijos impugnó los acuerdos, al no constar en los estatutos el derecho de voto paterno. El juzgado aceptó la impugnación siendo el fallo posteriormente revocado por la Audiencia. Recurrido este fallo en casación, el TS desestimó el recurso.

Lo insólito de este caso es que lo normal hasta ahora es que se impugnara el acuerdo societario por ser contrario a los pactos parasociales omnilaterales. Sin

(43) Ibidem, Martínez Rosado, J.: “Los Pactos Parasociales”, pags. 191 y s.

embargo, aquí se impugna por ser contrario a los estatutos y no en base a los pactos parasociales.

En efecto, en los acuerdos sociales se tuvieron en cuenta escrupulosamente el contenido de los pactos confirmando el derecho de voto al usufructuario.

El razonamiento empleado por el alto tribunal se construye siguiendo la estela de varias sentencias y teorías bien contrastadas en reprochar la actitud del recurrente que infringe la buena fe, por haber prestado antes su consentimiento en unos negocios jurídicos en los que obtuvo sustanciosos beneficios con la adquisición, por donación, de la nuda propiedad de un paquete considerable de acciones y participaciones, acordándose asimismo un determinado régimen para los derechos de voto. El tribunal estima que, quienes junto con el demandante fueron parte de este pacto parasocial omnilateral, podían confiar legítimamente en que la conducta del demandante se ajustara a lo establecido en el pacto parasocial.

Es relevante que si bien en este caso se invoca destacadamente a la buena fe y el deber consiguiente de fidelidad entre los socios, también hay que tener en cuenta que los pactos en esta situación no contravienen normas imperativas, ni infringen sustantivamente los estatutos, pues aunque el derecho de voto, según el art. 127-1 de la LSC, pertenece en principio al nudo propietario, nada se opone a que pueda adjudicarse al usufructuario.

Quiero, como conclusión propia, poner en valor que los jueces, aparte de invocar la buena fe, tuvieron en cuenta el papel que jugaba el padre, como elemento estabilizador o decisorio quizás, llevando a cabo una especie de labor de "mediación" implícita, al amparo del contenido de los pactos, y resolviendo así una encarnizada disputa fraterna. Así lo confiesa el fallo: “el derecho de voto reservado al padre sobre las acciones y participaciones, cuya nuda propiedad transmitía a los hijos, le permitiría solucionar situaciones de bloqueo como la que efectivamente se produjo”.

Un tema que ha dado origen a alguna discusión en la doctrina, es el de la posible participación de la sociedad en el pacto parasocial, especialmente en aquellos que sean omnilaterales. Así, el profesor Noval Pato ⁴⁴ se hace eco de esta eventualidad, lanzando una hipotética cuestión: “si los pactos parasociales no resultan oponibles a la sociedad, siendo coherentes con el principio de relatividad de los contratos, ¿esta marginalidad de los mismos, desaparecerá si la propia sociedad deviene en firmante del pacto?”.

Tras un detallado análisis de los pros y contras de esta hipótesis, siempre contando con pactos omnilaterales, el mismo Noval Pato llega a la siguiente conclusión, que modestamente asumimos. “En primer lugar, la citada presencia de la sociedad en el pacto no aporta ningún valor, por una contundente razón: en ningún caso dicha participación va a alterar la naturaleza del pacto, pues la conformidad de la sociedad con el pacto no convierte el pacto unilateral en cláusula estatutaria y, en consecuencia, seguirá resultando ajeno al ordenamiento de la persona jurídica.”

VI. Los Pactos Parasociales Aconsejables en el Crowdfunding de Inversión

En primer lugar, debemos una vez más repetir que el artículo 80.1-C) de la Ley 5/2015, de 27 de Abril, de Fomento de la Financiación Empresarial o LFFE, al tratar del contenido de los Estatutos sociales de los promotores, en el crowdfunding de inversión, establece que “los pactos parasociales que tengan por objeto el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que incidan de

(44) Noval Pato, J.: “Los Pactos Parasociales” en “Estudios de Derecho de Sociedades” Colegio Notarial de Valencia, José Miguel Embid Irujo/Ubaldo Nieto Carol (Dir), Valencia, Tirant lo Blanch, 2019, pp. 117, 118

algún modo en la transmisibilidad de las acciones, participaciones sociales u otros valores representativos del capital, habrán de ser comunicados inmediatamente a la propia sociedad y por ésta al resto de socios”.

Vemos, pues, que el legislador ha tenido bien en cuenta la posible, o mejor, probable, formalización de pactos parasociales, exigiendo en primer lugar su mención en los Estatutos sociales, requiriendo, a renglón seguido, el rompimiento de la “reserva”, en los dos casos paradigmáticos ya reseñados. Así, tanto el ejercicio del voto como las restricciones a la transmisibilidad de los valores, habrán de trascender la esfera privada, siendo comunicados a la sociedad y a los socios no partícipes en los pactos.

La obligación de comunicar el contenido citado de los pactos, no agota naturalmente la “diafanidad” de los pactos, pues permanecerán “reservados” entre los socios aquellos cuyo contenido difiera de lo antes expresado.

Pensamos a este respecto, que una labor importante de las plataformas de financiación participativa o PFP, sería la de investigar y conocer en detalle los Estatutos de las sociedades integrantes del proyecto de financiación participativa y también, a ser posible, los pactos parasociales existentes, tanto los ya comunicados, conforme al art. 80, como los que permanezcan “reservados”.

Este requerimiento, a nuestro juicio relevante, al objeto de facilitar al posible inversor, en especial al no acreditado, un conocimiento lo más exacto sobre el objeto de su inversión, fortaleciendo su seguridad y certeza, podría entrar de lleno entre los servicios auxiliares detallados a cargo de las PFP, en el artículo 51 y concordantes de la LFFE.

Hecha esta a guisa de introducción, se nos antoja oportuno indicar algo con matices de obviedad y es que en la mayoría de los proyectos de crowdfunding, la inversión tendrá un carácter minoritario. Esta calificación nos lleva inmediatamente a considerar al inversor como alguien con una evidente

desventaja con respecto a los accionistas o partícipes mayoritarios. Estos últimos son, en el caso que nos ocupa, de “startups” o PYMES, en muchos casos los fundadores o personas fuertemente implicadas en la inversión, con entero conocimiento y control de la empresa.

El “status” de minoritario ha dado origen a la necesidad de arbitrar medidas de protección frente a los posibles abusos de los mayoritarios, que en el caso del crowdfunding, pueden tener unos objetivos, recursos y aspiraciones muy distintos a los de los minoritarios.

Una posible medida de defensa, puede ser la de promover la unión de los minoritarios, constituyendo un sindicato de voto, a través de uno de los llamados “pactos de organización”. La unión hace la fuerza, sin duda, y esta sindicación podría tener, quizás, un derecho de veto ejercitable en circunstancias especialmente delicadas en la vida de la sociedad.

Sería indudablemente utópico o ilusorio, el que este sindicato pretendiera ejercer una labor de iniciativa y control del devenir societario, pero sí que podría ser un escudo ante abusos de los mayoritarios. De nuevo, habrían de ser las PFP, las que ayudaran a estos propósitos.

Una materia clave para los minoritarios y “a fortiori” quizás para los inversores en crowdfunding, es la relativa al reparto de dividendos. Sin embargo, hay que tener en cuenta que las “startups”, sobre todo si son innovadoras, no suelen generar beneficios destacables, al menos en sus primeras fases, por lo que los inversores sin cultura financiera, no deben confiar primordialmente en los dividendos. Si, a pesar de todo, el señuelo del dividendo fuese un ingrediente fundamental en una inversión en un proyecto concreto, los titulares de la misma podrían optar por adquirir participaciones o acciones sin voto y que como contrapartida tendrán derecho a percibir un dividendo preferente anual mínimo fijo o variable, en los términos establecidos en los Estatutos (arts. 98 a 103 de la LSC).

Asumiendo, por el contrario, que los inversores en crowdfunding cuentan con el derecho de voto y la atribución del dividendo correspondientes y que de manera abusiva, o sea existiendo beneficios distribuibles, es impedido por la actitud prepotente de los mayoritarios, aquellos contarán con los remedios previstos en el art. 204 de la LSC, pudiendo impugnar los acuerdos sociales por lesión del interés social.

Además y conforme a la LSC que establece el derecho de separación, el socio tendrá el siguiente derecho: “Salvo disposición contraria en los Estatutos, y transcurrido el quinto ejercicio contado desde la inscripción en el Registro Mercantil de la sociedad, el socio que hubiera hecho constar en el acta su protesta por la insuficiencia de los dividendos reconocidos, tendrá derecho de separación en el caso que la junta general no acordara la distribución como dividendo de, al menos, el veinticinco por ciento de los beneficios obtenidos durante el ejercicio anterior que sean legalmente distribuibles, siempre que se hayan obtenido beneficios durante los tres ejercicios anteriores. Sin embargo, aun cuando se produzca la anterior circunstancia, el derecho de separación no surgirá si el total de los dividendos distribuidos durante los últimos cinco años equivale, por lo menos, al veinticinco por ciento de los beneficios legalmente distribuibles registrados en dicho período”. (Art. 348, bis-1, LSC, en su redacción después de la ley 11/2018 de 28 de Diciembre).

Aparte de estas soluciones legales, podría ser materia de pactos de socios la concesión de una opción “put” a los minoritarios privados injustamente de dividendos, para que los mayoritarios tengan que comprar obligatoriamente la participación de los minoritarios, a un precio determinado o determinable.

En otro orden de cosas, hemos comentado anteriormente que existe una modalidad de pactos suscritos por todos los socios u omnilaterales. La posibilidad de formalizar este tipo de pacto en el caso del crowdfunding es una

alternativa posible y quizás conveniente, tratando siempre de conciliar intereses potencialmente contradictorios entre los accionistas.

En efecto, hemos mencionado en apartados anteriores las distintas actitudes y circunstancias en que se encuentran los “antiguos” accionistas o partícipes, muchas veces los fundadores de la PYME y los llegados “de aluvión”, por medio del crowdfunding.

Los primeros tienen normalmente una fuerte vinculación con la empresa, es su “criatura” afectiva y sobre todo en el caso más usual de sociedades “cerradas”, en forma limitada, son muy celosos respecto a la entrada de nuevos accionistas. Son en definitiva los “guardianes de las esencias” de la empresa.

Los minoritarios del crowdfunding pueden ser, en general, inversores novatos, poco sofisticados y no particularmente identificados con el proyecto en cuestión, especialmente si es el ánimo de lucro su motivación. Si, por el contrario, realizan la inversión por vinculaciones ideológicas, afinidades identitarias o incluso con matices altruistas, la situación puede diferir.

En suma, nos encontramos con dos colectivos animados probablemente por distintas motivaciones, que pueden incluso llegar a ser contradictorias.

La pregunta que nos surge es si sería posible conciliar estas distintas posiciones, suscribiendo ambos unos pactos parasociales omnilaterales, dadas las ventajas que les podrían proporcionar.

Para los “antiguos” accionistas estos pactos podrían reforzar las limitaciones a la transmisibilidad de los valores, evitando la entrada de “intrusos”, en el accionariado. Sabemos que las cláusulas limitativas de la transmisión pueden efectivamente estar en los Estatutos, tanto las de consentimiento previo de la sociedad a la transmisión, como las de tanteo y retracto o de adquisición preferente por los socios o incluso la sociedad, o derecho de primera oferta (“first refusal”).

Sin embargo, los pactos omnilaterales podrían, a su vez, completar, modelar o fortalecer estas disposiciones estatutarias, sustrayendo quizás parte de su contenido de los Estatutos y traspasándolo a los pactos por razones de confidencialidad y reserva.

Los accionistas mayoritarios tendrían, pues, a través de los pactos, un mayor control de su proyecto, aun con la entrada de nuevos accionistas de crowdfunding. Para que no hubiera dudas sobre la suscripción del pacto, podría existir, en los Estatutos, esta obligación como prestación accesoria, según vimos anteriormente. Podría igualmente establecerse en el pacto una obligación de permanencia determinada de los inversores crowdfunding como accionistas en la sociedad.

En cuanto a los inversores minoritarios, el asentimiento a estas limitaciones a la transmisibilidad y permanencia podría ser aceptable, al no haber probablemente muchas posibilidades de venta atractiva de los valores, si a cambio de ello se consiguiera la aquiescencia de los mayoritarios para los derechos que vamos a detallar a continuación.

Posibilidad de obtener mayores “garantías” del pago de dividendos, guardando siempre los preceptos societarios.

Derecho de acompañamiento o “tag along”, que supone la oportunidad para el minoritario de vender sus valores en las mismas condiciones que los mayoritarios, en los supuestos de compra por terceros de la entidad.

El derecho de acompañamiento puede ser fundamental en el caso de que la “startup” exitosa, sea absorbida por una gran empresa con una plusvalía substancial para los accionistas, que es sin duda uno de los mayores atractivos del crowdfunding de inversión.

El derecho de acompañamiento puede incluirse, además, en los Estatutos, pero, de todas maneras, también se puede también incluir en los pactos para complementar, modular o incluso modificar tal derecho.

Un posible derecho muy relevante para los minoritarios puede ser el de asegurarse la continuidad en el accionariado y la gestión de los fundadores, inventores u otras personas relevantes.

También tienen interés para los inversores crowdfunding el consignar en los pactos compromisos de inversión por los mayoritarios en cantidad y tiempo determinados, así como establecer limitaciones en las retribuciones de los integrantes del consejo y dirección.

Establecer compromisos antidilución para evitar entrada de posteriores accionistas a precios devaluados, puede ser también una garantía interesante.

Del mismo modo, se pueden insertar cláusulas que prohíban explícitamente el que los accionistas mayoritarios o gestores, puedan emprender actividades o iniciativas competitivas con el objeto social de la empresa en cuestión. (“Corporate Opportunity”)

Terminamos insistiendo una vez más, en que, también en la preparación de los pactos y en la redacción de los estatutos deberán jugar un papel estelar las plataformas de financiación participativa, dada su “expertise”, preparación y recursos, como columna vertebral que son, en la operación del crowdfunding de inversión, según las leyes vigentes.

Como razonadamente insiste el profesor Noval,⁴⁵ las plataformas pueden particularmente prestar un servicio vital para la posición jurídica de los accionistas minoritarios, tal como los del crowdfunding.

(45) Noval Pato, Jorge: “Principios básicos de la regulación del equity crowdfunding”, Revista de Derecho Mercantil, Nº 310, Octubre-Diciembre 2018, Civitas, Thomson Reuters, pags. 202-203

CONCLUSIONES

- 1.- El fenómeno del crowdfunding como método de aportación de recursos económicos por un grupo de personas para apoyar un proyecto determinado, bien a título de donación, obtención de recompensa, adquisición de acciones o participaciones en una empresa o simple préstamo, si bien no es nuevo, ha registrado un extraordinario desarrollo a principios del nuevo milenio.
- 2.- La difusión de internet y del mundo digital en general han sido claves en este descomunal auge que abre, sin duda, inusitadas y prometedoras expectativas en múltiples aspectos de la financiación, a nivel mundial.
- 3.- Remontándonos a los primeros antecedentes del fenómeno, parece existir cierta unanimidad en señalar como primera muestra significativa del crowdfunding de donación, la campaña de recogida de fondos en 1885/86 para la construcción del pedestal de la Estatua de la Libertad, a la entrada del puerto de Nueva York, impulsada por el periodista Joseph Pulitzer. Sin embargo, este modelo no es único, evidentemente de los Estados Unidos., pues ha sido seguido en muchos países, entre ellos España, para financiar la construcción de monumentos públicos de distintos tipos.
- 4.- El objetivo de nuestro estudio se ha centrado, dentro del crowdfunding, en el problema de la financiación en masa de las PYMES y su versión moderna de startups. Es evidente que este tipo de empresas, singularmente las de fuerte vocación innovadora, han registrado tradicionalmente serias dificultades de financiación, más allá del círculo de las llamadas “tres f”, (“Family, Friends and Fools”), o sea familia, amigos y tontos o ingenuos.
- 5.- El problema es especialmente acuciante en España, agravado además por la fuerte incidencia de la Gran Recesión, a partir del 2008, que supuso la práctica eliminación de las fuentes de financiación habituales de tipo bancario.

6.- Un factor muy significativo del crowdfunding de inversión es la apertura a su financiación de accionistas no acreditados o carentes de formación inversora, lo cual ha producido una considerable reacción protectora por parte de la legislación en todos los Estados, como lo iremos detectando en la normativa española y en el Derecho comparado.

7.- Parece existir un consenso en la importancia de la publicación en los Estados Unidos en 2012 de la JOBS Act, con su desarrollo reglamentario a través de las Final Rules del 2015. Esta pieza legislativa, muy controvertida en su momento, actuó como abanderada y pionera de las reglamentaciones subsiguientes, relajando las normativas existentes hasta entonces, que dificultaban notablemente el acceso a las inversiones financieras de los pequeños inversores, singularmente los no acreditados y necesitados de protección,.

8.- Esta puerta de entrada limitada a los pequeños inversores en los mercados financieros y de valores, eximiéndolos de los complejos requisitos de la legislación estadounidense, con sus prolijas exigencias de transparencia, reflejadas en folletos exhaustivos; tenía además como evidente objetivo, el abrir una nueva vía de financiación en especial en los tiempos más críticos de la Gran Recesión.

9.- El Reino Unido, por su parte, e Italia, fueron alumnos aventajados en regular este tipo de financiación en masa mediante textos específicos. El primero con normativas avanzadas y encomendando su cumplimiento a su prestigioso regulador, la Autoridad de Conducta Financiera, y el segundo, también con normas ad-hoc, que trataban de incentivar incluso con rebajas de impuestos, a las pequeñas empresas o startups innovadoras.

10.- Francia se ha mostrado activa en la regulación del crowdfunding de inversión, promulgando ya en 2014 una norma principal u “ordonnance”, que ha sido seguida rápidamente por otras varias de índole reglamentaria o recomendaciones. Es de destacar la creación de intermediarios dotados de mayor

flexibilidad tales como los Consejeros de Inversión Participativa o CIP, junto con las plataformas ya conocidas. Los operadores franceses se han preocupado también de formar un incipiente mercado secundario para los inversores e instrumentos financieros específicos como los minibonos utilizándose ya el *blockchain*. Por otra parte, hay que resaltar igualmente el uso frecuente de la Sociedad por Acciones Simplificada o SAS y la aplicación del crowdfunding en las inversiones inmobiliarias y en energías renovables, entre otras.

11.- Por su parte, la UE, que trató al principio con una cierta distancia el fenómeno rechazando emitir legislación a escala comunitaria, ha terminado por elaborar una importante propuesta de Reglamento que afecta al nervio y palanca del sistema: los proveedores de servicios de financiación participativa o plataformas como nuestras PFP, mostrándose dispuesta a la emisión de un “pasaporte comunitario” optativo, a elegir por las plataformas, ampliando su campo de acción a todos los mercados de los 28 países miembros.

12.- Esta idea de protección del pequeño inversor con límites cuantitativos, información adecuada y completa transparencia, actúa como hilo conductor en nuestra Ley 5/2015 de Fomento de Financiación Empresarial, que en su Título V disciplina exhaustivamente esta materia.

13.- Base y fundamento de esta misión protectora, es la regulación detallada y exigente de las llamadas plataformas de financiación participativa, (PFP), en su función crucial de intermediarias o mediadoras en múltiples facetas de la relación entre promotores de proyectos e inversores. La exigencia de autorización a las plataformas por parte de la CNMV y registro correspondiente, la reserva de actividad y los severos requisitos financieros y reglas de conducta, son testimonio de esta constante preocupación del legislador por la relevante función a desempeñar por las PFP.

14.- Esta labor de fomento de la financiación empresarial pretendida por nuestra Ley en su título y articulado, supone, como lo confirmaremos al tratar de la

naturaleza jurídica de este crowdfunding de inversión, una importante expresión de Derecho administrativo económico en la promoción de políticas de apoyo a la financiación de pequeñas empresas y por tanto a la competitividad de la economía nacional.

15.- El apoyo a los promotores y sus proyectos, identificando aquellos especialmente interesantes para su desarrollo y financiación, es una de las características de la Ley, que se preocupa con rigor de establecer las obligaciones a cargo de los promotores y de las PFP

16.- La diligencia y neutralidad por parte de la PFP, en la admisión de los proyectos, la identidad de los promotores, los límites al número de proyectos e importes máximos de captación, así como la información a suministrar por las plataformas a los inversores, sobre todo a los no acreditados, en cuanto a los proyectos y las ofertas de valores, es la clave generadora de la necesaria confianza en este instrumento de financiación.

17.- La protección de la propiedad industrial e intelectual, en los proyectos, es otra de las materias a considerar en el desarrollo de la financiación de los proyectos, tratando de conseguir un equilibrio entre el ofrecimiento de la información necesaria para los potenciales inversores y la legítima defensa de la propiedad intangible de los emprendedores.

18.- La idea de protección, sobre todo a los pequeños inversores no acreditados, es, como ya hemos dicho, central en la Ley 5/2015. Si bien ha sido tachada por algunos sectores como paternalista, significa una cautela necesaria par evitar riesgos ciertos de pérdida de las cantidades invertidas. Esta actitud de prudencia tiene, en primer lugar, su expresión en los minuciosos límites cuantitativos establecidos, tanto en inversiones en proyectos singulares, como acumulados en períodos anuales. La preocupación de evitar los conflictos de interés es también destacada a la hora de fijar la conducta de las plataformas.

19.- Nuestra normativa y las existentes en general en el Derecho comparado, ponen un destacado énfasis en la información previa a la inversión por las PFP, para evitar, en lo posible, pérdidas futuras derivadas de la ignorancia de riesgos.

20.- Resulta crucial la información a cargo de las plataformas sobre la ausencia de autorización o supervisión de la inversión por los organismos reguladores, en especial la CNMV, el riesgo de iliquidez y no cobertura por ninguno de los fondos existentes de garantía de inversiones o de depósitos.

21.- No contento el legislador con exigir a las PFP el suministro puntual y riguroso de la información a los inversores, requiere además que éstos expresen nítidamente por diversos medios: firma o sello electrónico, intervención de un tercero de confianza o vía telefónica, u otra manera, haber sido advertidos de los riesgos inherentes a su inversión.

22.- La representación de los inversores, especialmente en el contrato de suscripción de participaciones en sociedades limitadas, es una función altamente recomendable como un servicio auxiliar de las plataformas, por su experiencia y conocimiento de la materia.

23.- En los aspectos prácticos de la inversión, tanto por motivos económicos como sociales o ideológicos, es fundamental el llevar a cabo una investigación rigurosa o revisión legal, económica y operacional del proyecto y sus circunstancias, a través de una diligencia debida integral. Las plataformas pueden y deben ser colaboradoras activas en esta labor, al menos en una primera fase de recepción, selección y publicación del proyecto, según lo exige la propia Ley 5/2015.

24.- En lo que respecta a la naturaleza jurídica del crowdfunding de inversión, la doctrina ha coincidido en su parentesco con el contrato de cuentas en participación, enunciando su caracterización como sociedad interna, diferenciando la función del socio gestor en sus relaciones externas y operativas,

respecto a la posición discreta interna de los cuentapartícipes y la búsqueda de un beneficio común por la actividad protagonista del gestor.

25.- Remitiéndonos al contenido de la Ley 5/2015 española, sin embargo, su naturaleza jurídica se encuadra más bien dentro de la idea fuerza del fomento, llevada a efecto por vía legislativa, regulando y ordenando por medio de autorizaciones, una determinada actividad con idea de promoverla.

26.- Esta incardinación en el Derecho administrativo económico de la naturaleza jurídica de la Ley, no puede dejar de lado su, por otra parte, indudable vinculación con el Derecho mercantil, identificable no solo en la constitución y funcionamiento de las plataformas como sociedades capitalistas, sino también en la propia emisión y suscripción de las acciones o participaciones en la sociedad promotora y en el funcionamiento posterior de tal sociedad trasunto del proyecto, como entidad sometida al Derecho de sociedades en sus diversas vertientes y situaciones.

27.- Como ya hemos insistido anteriormente, el crowdfunding de inversión tiene un evidente entronque en el Derecho de sociedades, tanto en su inicio a través de la constitución de sociedades de capital en que se incorpora el proyecto, como en el devenir subsiguiente de tales sociedades.

28.- La existencia y entrada en el capital de la sociedad de un número potencialmente elevado de pequeños accionistas, sobre todo no acreditados, y la utilización preponderante de medios electrónicos, son peculiaridades que afectan singularmente a esta inversión, demandando soluciones adecuadas.

29.- La elección del tipo de acciones o participaciones, la evaluación de las mismas y derecho de suscripción preferente, las medidas protectoras de los minoritarios con hipotéticos derechos de veto, aseguramiento del dividendo, derecho de acompañamiento y otros, se manifiestan como señas de identidad de

este tipo de crowdfunding, que ya la Ley 5/2015 se preocupa en su articulado de establecer..

30.- La redacción escrupulosa de los Estatutos y de los pactos parasociales, es crucial para el efectivo encaje de estas nuevas realidades en el mundo societario, de modo que sin perjuicio de la necesaria estabilidad y gobierno de las PYMES o startups concernidas, se atiendan también las legítimas aspiraciones de los nuevos accionistas, especialmente los menos sofisticados y minoritarios.

31.- En esta tarea de acomodación de la normativa interna de la sociedad emisora de los valores, a través de cláusulas protectoras en los Estatutos y pactos parasociales, habrán de tener un papel estelar, a nuestro juicio, las plataformas de financiación participativa por su experiencia, capacitación y la confianza que deben generar.

BIBLIOGRAFÍA

AGUILAR, LUIS A.: “Affinity Fraud, SEC Office of Investors Education and Advocacy”, Investors Bulletin, September 2012, www.sec.gov/investors/alerts/affinity/fraud.pdf

ALFONSO SANCHEZ, ROSALIA:

- “Fundación de las Sociedades de Capital (I) y (II), págs. 51 a 78 y y 81 a 96, respectivamente.
- “Estatuto Jurídico del Socio (II). Separación y Exclusión”, págs. 179-198.

en “Introducción al Derecho de Sociedades de Capital, Estudio de la Ley de Sociedades de Capital y Legislación Complementaria”, José Miguel Embid Irujo (Director), María de Lourdes Ferrando Villalba y Vanessa Martí Moya, (Coords.), Madrid, Marcial Pons, 2013.

ALONSO LEDESMA, CARMEN: Voz “Pactos Parasociales” en AAVV, C. Alonso Ledesma (Dir), Diccionario de Derecho de Sociedades, Madrid, Instel, 2006, pags. 853 a 863.

ALVAREZ ROYO-VILLANOVA, S.: “El equity crowdfunding o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones e n su regulación”. Cuadernos de Derecho y Comercio (CDC), Consejo General del Notariado, N° 61, Junio 2014, pags. 13 a 58.

- “Financiación para empresas innovadoras: capital riesgo, business angels, nuevo crowdfunding”, diario La Ley, ISSN 1138-9907, N° 8033, 2013.
- “Capital riesgo, private equity y LBOs: crisis financiera y necesidad de un cambio de modelo”, Revista del Mercado de Valores N° 13, 2013.
- “Equity crowdfunding o inversión en la financiación por medio de emisiones de valores y obligaciones en las plataformas de financiación participativa de crowdfunding”, en “Las Plataformas de financiación participativa-crowdfunding”, Martínez Echevarría y Francisco Paneda Usunáriz (Directores), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2018, págs. 59 a 79.

- ANDERSON, KYLE: “IPO market charts”, Money morning” – <https://moneymorning.com>, 6 Marzo, 2014.
- BALDO DEL CASTAÑO, V.: “De las cuentas en participación”. Comentarios al Código de Comercio, Tomo II, Barcelona, Atelier, 2002.
- BALTOLACELLI, ALESSIO: “Equity crowdfunding y empresas innovadoras en Italia”, en “Crowdfunding: aspectos legales”, Moreno Serrano, E. y Cazorla González-Serrano (Coord), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2016, pags. 111-132.
- BIGELOW, HENRY A.: “Conditional deliveries of deeds of land”, Harvard Law Review, N° 26, 1912-3, pags. 565 a 587.
- BLACK’S LAW DICTIONARY” – Edición a cargo de Bryan A. Garner, St. Paul, Minnesota, Thomson West, 2006, pág. 208.
- BOLDO RODA, CARMEN: “Estatuto jurídico del socio (I). Derechos y deberes del socio”, en “Introducción al Derecho de Sociedades de Capital, Estudio de la Ley de Sociedades de Capital y Legislación Complementaria”, José Miguel Embid Irujo (Director), María de Lourdes Ferrando Villalba y Vanessa Martí Moya, (Coords.), Madrid, Marcial Pons, 2013, págs.. 159 a 178.
- BRENES CORTES, J.: “El derecho de separación del accionista”, Barcelona, Marcial Pons, 1999.
- BROSETA PONS, M.: “Manual de Derecho mercantil, Vol I, Edición a cargo de F. Martínez Sanz, Madrid, Tecnos, 2010.
- CAMACHO CLAVIJO, SANDRA: “El crowdfunding, Régimen jurídico de la financiación participativa en Ley 5/2015”, Rev. GESCO, N° 17, 2016, págs. 85-115.
- CAZORLA GONZALEZ-SERRANO, L.: “El control de la CNMV en el marco del crowdfunding de inversión”, en “Crowdfunding, Aspectos Legales”, Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González Serrano, (Coord.), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2016, págs. 345-364.

- COFFEE JR., JOHN C.: “Spurring job growth through capital formation while protecting investors”, Statement of Professor Coffee, Columbia University Law School, New York, Diciembre 2011.
- CORTES DOMINGUEZ, L.J.: “El mercado de valores, “Lección 32”, en Menéndez/Rojo/Fernández Río/Aparicio, “Lecciones de Derecho Mercantil”, Vol II, Madrid, 2003, págs. 693 a 714.
- DELGADO LARENA-AVELLANEDA, JOSE E.: “La representación de los inversores por la plataforma de financiación participativa”, en “Crowdfunding, Aspectos Legales”, Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González Serrano, (Coord.), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2016, págs. 231-245.
- DIAZ DE ENTRE-SOTOS FORNS, MARÍA: “ELautocontrato”, Madrid, Tecnos, 1990.
- ELIZARI URTASUN, LEYRE: “El contrato de Escrow” – Configuración en origen y recepción en Derecho Español”, Revista de Derecho Civil, Vol. 3, Nº 4, Octubre-Diciembre 2016, págs. 35-57.
- EMBED IRUJO, J.M.: “Concepto de limitación y tipología de las sociedades de capital” en “Introducción al Derecho de Sociedades de Capital. Estudio de la Ley de Sociedades de Capital y legislación complementaria”, J.M. Embid Irujo, (Director), María de Lourdes Ferrando Villalba, Vanesa Martí Moya (Coord), Madrid, Marcial Pons, 2013, págs.. 27 a 48.
- “Apuntes sobre los deberes de fidelidad y lealtad de los administradores de las sociedades anónimas, Cuadernos de Derecho y comercio, CDC, Nº 46, 2006, págs. 9-48
 - Cotidianidad de los pactos parasociales”, Valencia, Rincón de Commenda, 21/03/2017.
 - “La técnica como condición de posibilidad del Derecho de Sociedades contemporáneo”, en AAVV, A. Rojo y A.B. Campuzano, (Directores), Estudios Jurídicos en memoria del Profesor Emilio Beltrán”. Liber Amicorum, Valencia, Tirant lo Blanch, 2015, pags. 133 a 152.
 - “Los supuestos de conflictos de intereses sin privación del derecho de voto del socio en la junta general (Art. 190.1 y 2 LSC)”, en AAVV “Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad Cotizada: Estudio de las Modificaciones de la Ley de Sociedades de Capital

introducidas por las Leyes 31/2014 de 3 de Diciembre, 5/2015 de 27 de Abril, 9/2015 de 25 de Mayo, 15/2015 de 2 de Julio y 22/2015 de 20 de Julio, así como de las Recomendaciones del Código Buen Gobierno de Febrero de 2015. Cizur Menor, Navarra, Aranzadi, 2016, T.I. pags. 89 – 119.

EMBID IRUJO, J.M. & MARTINEZ SANZ, F.: “Libertad de configuración estatutaria en el derecho español de sociedades de capital”, en RdS, N° 7, pags. 11 a 30.

EMPARANZA SOBEJANO, A.: “Imperatividad y dispensa del deber de lealtad: Artículo 230” en AAVV, “Régimen de deberes y responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital: Adaptado a la modificación de la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativa”, Luis Hernando Cebriá, (Coord.), Barcelona, Edit. Bosch, 2015, pags. 281-304.

- “La dispensa del deber de lealtad como instrumento de retribuciones atípicas de los administradores”, en AAVV, “Los intentos de reforzamiento del poder de la junta y de los socios en los grupos de sociedades”, A. Emparanza (Dir.), Madrid, Marcial Pons, 2018, pags. 277-304.

ENCISO ALONSO MUÑUMER, MARIA: “Las plataformas de financiación participativa: su constitución” en “Crowdfunding, Aspectos Legales”, Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González Serrano, (Coord.), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2016, pags. 169-183.

ESTEVAN DE QUESADA, CARMEN: “El crowdfunding de inversión (Crowdinvesting)”, Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2018.

FARENGA, LUIGI: “I contratti parasociali”, Milán, Giuffré, 1987.

FELD, BRAD & MENDELSON, JASON: “Venture deals”, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, 2013.

FERNANDEZ DE LA GANDARA, L.: “Las cuentas en participación: un ensayo de caracterización dogmática y funcional”, “Estudios de Derecho Mercantil: Homenaje al profesor Justino F. Duque”, Vol. I, Valladolid 1998, págs. 259 y s.

- “Pacto parasocial en AAVV”, Enciclopedia Jurídica Básica, Vol III, Madrid, Civitas, 1995, pág. 4712.

FERNANDEZ DEL POZO, L. “El “Enforcement” societario y registral de los pactos parasociales. La oponibilidad de lo pactado en protocolo familiar publicado”, RdS, Nº 29, 2007, págs. 167, 174-175.

FERRANDO VILLALBA, M. DE LOURDES: “Caracterización jurídica de las acciones y las participaciones sociales. Documentación. Transmisión”, en AAVV, “Introducción al Derecho de Sociedades de Capital. Estudio de la Ley de Sociedades de Capital y Legislación Complementaria”, Embid Irujo, J.M. (Dir.) María de Lourdes Ferrando Villalba, Vanesa Martí Moya (Coord), Madrid, Marcial Pons, 2013, pags. 139 a 158.

FREEDMAN, DAVID M. & NUTTING, MATTHEW, R.: “Equity crowdfunding for investors, a guide to risks, returns, regulations funding portals, due diligence and deal terms”, Hoboken, New Jersey, John Wiley and Sons, Inc., 2015.

GARCIA-PITA Y LASTRES, J.L.: “Plataformas de financiación participativa y financial crowdfunding”, Valencia, Tirant lo Blanch, 2016.

- “Nuevas Formas de Financiación Empresarial, Financial Crowdfunding e Hibridación entre “Plataformas de Financiación Participativa” y Entidades de Pago”, “Las plataformas de financiación participativa, Crowdfunding”, en Martínez Echevarría A. & Pañeda Usunariz, F. (Dir.), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2018, págs. 187 a 230.

GARRIGUES, JOAQUIN: “Curso de Derecho Mercantil”, Tomo II, Madrid, 1962.

- “Sindicato de Accionistas”, “Conferencia Academia Matritense del Notariado”, RDM Nº 55, 1955. Págs. 91-107

GASCO ORTIZ, ANGEL: El seguro de responsabilidad civil profesional como requisito financiero que debe cumplir una plataforma de financiación participativa” en “Crowdfunding, Aspectos Legales”, Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González Serrano, (Coord.), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2016, págs. 185- 195.

- GENDER DIVERSITY & CORPORATE PERFORMANCE”, Credit Suisse AG, Zurich, Suiza, 2012.
- GIMENO RIBES, MIGUEL: “Aproximación a la naturaleza jurídica del crowdfunding”, RDM, N° 291, Enero-Marzo 2014, pags 451 a 489.
- GIRON TENA, JOSE: “Derecho de sociedades”, Madrid, 1976.
- GRAHAM, PAUL: “How to be an Angel Investor” – <http://www.paulgraham.com/angel-investing.html>.
- HERNANDO CEBRIA, L.: “Caracterización jurídica del contrato de *escrow* en el derecho español: El depósito documentario”. Revista de Derecho Mercantil, N° 307, 2018, pags. 958 y s.
- “La revisión legal – (Legal due diligence)”, Granada, Comares, 2008.
- JUAN GOMEZ, M.C.: “Eficacia “ad extra” de los pactos parasociales - ¿Realidad o Ficción?”, Diario “La Ley, N° 8578, S. Doctrina, 8 de Julio de 2005.
- JUSTE MENCIA, J.: “Pactos parasociales e impugnación de acuerdos sociales: El acceso de las minorías al consejo” Anuario Mercantil para Abogados, 2009, págs. 417 a 438.
- “Los derechos de minoría en la sociedad anónima”, Cizur Menor, Navarra, Aranzadi, 1995.
- KEYNES, JOHN MAYNARD: “General theory of employment, interest and money”, Londres, MacMillan, St. Martin’s Press for the Royal Economic Society, 1973.
- LEON SANZ, F.J. & NAVARRO FAURE, A.: “Las cuentas en participación”, en “Contratos civiles, mercantiles, públicos, laborales e internacionales con sus implicaciones tributarias”, Tomo VI, Mariano Izquierdo Tolsada (Director), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2014, pags. 251 a 307.
- LOPEZ-TRIVIÑO, GREGORIO: “El crowdfunding de inversión como modelo de cuenta partícipe” en “Crowdfunding, Aspectos Legales”, Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González Serrano, (Coord.), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2016, págs. 333- 343.

- LUCAS VALERO, JUAN: “La protección de proyectos de crowdfunding” en “Crowdfunding, Aspectos Legales”, Enrique Moreno Serrano, Luis Cazorla González Serrano, (Coord.), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2016, págs. 419 a 434.
- MARTI MOYA, VANESSA: “Tipos especiales (I). Sociedades Cotizadas” en “Introducción al Derecho de Sociedades de Capital. Estudio de la Ley de Sociedades de Capital y legislación complementaria”, J.M. Embid Irujo, (Director), María de Lourdes Ferrando Villalba, Vanesa Martí Moya (Coord), Madrid, Marcial Pons, 2013., págs. 371 a 391.
- MARTINEZ BALMASEDA, ARANTZA: “La responsabilidad del cuenta partícipe frente a terceros. Fundamento jurídico y características” Rev. Derecho Mercantil, Nº 310, Octubre-Diciembre 2018, págs. 285 y s.
- “Las Nuevas funciones de las cuentas en participación”, Cuadernos de Derecho y Comercio, SDS 58, 2012, págs. 249-270.
- MARTINEZ ECHEVARRIA, A. & PAÑEDA USUNARIZ, F.: “Las plataformas de financiación participativa, Crowdfunding”, Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2018, págs. 101 a 139
- MARTINEZ ROSADO, JAVIER: “Los pactos parasociales”, Madrid, Marcial Pons, 2017
- MENENDEZ, AURELIO: “Los pactos de sindicación para el órgano administrativo de la sociedad anónima”, en AAVV, “Estudios de homenaje a Rodrigo Uría”, Madrid, Civitas, 1978, págs. 353 a 380.
- MOLLICK, ETHAN: “The dynamics of Crowdfunding: An exploratory study”, Journal of Business Venturing, 29, The Wharton School of the University of Pennsylvania, (2014), págs. 1 a 16.
- MORENO SERRANO, E. & CAZORLA GONZALEZ, L. (Coord.) AAVV: “Crowdfunding aspectos legales”, Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2016.
- MORENO SERRANO, E.: “La instrumentación del Crowdfunding mediante la emisión de acciones o participaciones”, en “Crowdfunding: aspectos legales”. Enrique Moreno Serrano y Luis Cazorla Gonzalez- Serrano (coordinadores), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 199-227.

- MUÑOZ PEREZ, ANA FELICITAS: “Crowdfunding en el Reino Unido”, en “Crowdfunding: aspectos legales”. Enrique Moreno Serrano y Luis Cazorla Gonzalez-Serrano (coordinadores), , Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2016, págs. 97 a 109
- NAVARRO MATAMOROS, L.: “Tipos especiales (II). Sociedad Limitada Nueva Empresa y Sociedad Anónima Europea”, en “Introducción al Derecho de Sociedades de Capital. Estudio de la Ley de Sociedades de Capital y legislación complementaria”, .M. Embid Irujo, (Director), María de Lourdes Ferrando Villalba, Vanesa Martí Moya (Coord), Madrid, Marcial Pons, 2013, págs. 393 a 411.
- NEISS, S., BEST, J. & CASSADY-DORION, Z.: “Startup exemption crowdfunding framework”, www.startup.exemption.com
- NIDERAUER, D.: “The new thundering herd”, “The Economist”, 16 Junio de 2012, pag. 71.
- NOVAL PATO, J.: “Principios básicos de la regulación del equity crowdfunding”, Revista de Derecho Mercantil, N° 310, Octubre- Noviembre, 2018, págs. 161 y s.
- “Los pactos omnilaterales: su oponibilidad a la sociedad. Diferencias y similitudes con los Estatutos y los pactos parasociales”. Cizur Menor, Navarra, Civitas, Thomson Reuters, Aranzadi, 2012.
 - “Los Pactos Parasociales”, en “Estudios de Derecho de Sociedades”, Colegio Notarial de Valencia, José Miguel Embid Irujo/Ubaldo Nieto, (Dir.), Valencia, Tirant lo Blanch, 2019, págs. 94 y s.
- O’NEAL H. & THOMSON, R.B.: “Close Corporations and LLC Law and Practice, Thomson Reuters, 2004, Section 4.4, 4.6 to 4.11 and 38.
- OPPO, GIULIO: “I Contratti Parasociali”, Milán, Dottor Francesco Vallardi, 1942.
- ORTEGA, JESUS L.: “Startups Innovativas”, El Correo, Sección de Economía, 3/11/2018, pág. 36.
- OTC Derivatives, “Settlements, Procedures, Counterparty, Risk Management: Reports by the Committee on Payment and Settlement systems and the Euro-Currency Standing Committee of the Central Banks of the Group of Ten Countries, Basildon, Septiembre 1998, pág. 42.

- PALA LAGUNA, REYES: “Las ofertas públicas de Venta (OPV’s)”, Madrid, McGraw & Hill, 1997.
- “Aspectos Administrativos de la Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial: Autorización, Supervisión e Inspección por la CNMV de las Plataformas de Financiación Participativa” en Alfonso Martínez Echevarría, F. Pañeda Usunariz, (Dir.), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2018, págs. 171 a 186.
- PALMA ORTIGOSA, A.: “Los deberes de información en el crowdfunding. Especial atención a las plataformas de financiación participativa”, RDBB 151, 2018, págs. 317 A 334.
- PARKHILL, JAY: “The world is not ready for crowdsourced securities offerings”, The Startup Fool Box Blog, Abril 26, 2007.
- PAZ-ARES, CANDIDO: “El “enforcement” de los pactos parasociales” en <http://www.uría.com/esp/actualidadjuridica/nº5/03.Candido.pdf>, 2003, pág. 11.
- PEREZ MILLAN, D.: “Presupuestos y fundamento jurídico de la impugnación de acuerdos sociales por incumplimiento de pactos parasociales”, en RDBB 117, Enero-Marzo 2010, p. 231-258
- PEREZ MORIONES, A.: “Impugnación de acuerdos sociales y pactos parasociales (reflexiones a la luz de los últimos pronunciamientos de nuestros Tribunales)”, en AAVV, “Estudios de Derecho Mercantil Liber Amicorum, profesor D. Francisco Vicent Chuliá”, Valencia, Tirant lo Blanch, 2013, pags. 483 y s.
- PRENDES CARRIL, P.: “Régimen Jurídico Societario del Crowdfunding en la Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial”, en “Las Plataformas de financiación participativa-crowdfunding”, Martínez Echevarría y Francisco Pañeda Usunáriz (Directores), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2018, págs. 231 a 244-
- RECALDE CASTELLS, A.J.: “Comentario al artículo 22 LSRL”, en “Comentarios a la Ley de Responsabilidad Limitada” AAVV, Ignacio Arroyo, J.J. Embid y C. Górriz (Coord.), Madrid, Tecnos, 2009, págs. 337 a 351.

- REGLERO CAMPOS, L.F. & BUSTO LAGO J.M. (Coord.): “Tratado de responsabilidad civil”, Cizur Menor, Navarra, Tomo II, Aranzadi, 2016.
- RINGELMAN, DANAE: “Crowdfunding unleashes a different segment of the Economy”, New York, “The Wall Street Journal”, 26-Noviembre-2013.
- RIPERT, G.: “Traité élémentaire de Droit Commercial”, Paris, Librairie Generale de Droit et de Jurisprudence, 1951.
- ROSE, DAVID S.: “Angel investing: the gust to making money and having fun investing in startups”, Hoboken, New Jersey, John Wiley & sons Inc., 2014.
- ROSEMBLOOM, ARTHUR H.: “Due diligence for global deal making”, New York, Bloomberg Press, 2002.
- SANCHEZ RUIZ, MERCEDES: “Neutralidad y conflictos de intereses de las plataformas de financiación participativa”, Revista Lex Mercatoria, Vol 9, 2018, págs. 68-73.
- “Estatutos Sociales y Pactos Parasociales en Sociedades Familiares” en AAVV, “Régimen Jurídico de la Empresa Familiar”, M. Sánchez Ruiz, (Coord.) Cizur Menor, Navarra, Civitas Thomson Reuters, 2010, págs. 43-72
- SANZ CABALLERO, J.L.: “Derivados financieros”, Madrid-Barcelona, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2000.
- SHANE, SCOTT A.: “Fools gold. The truth behind angel investing in America”, Oxford, Oxford University Press, 2009.
- SEALY, L.S.: “Shareholders’ agreements, an endorsement and a warning from the House of Lords”, Cambridge Law Journal, Vol. 51, N° 3, Noviembre 1992, págs. 437 y s.
- STUCKI, DOMINIQUE: “Financer une entreprise par le crowdfunding. Les nouvelles regles de l’investissement participatif”, Paris, Eyrolles RB Edition, 2017.
- “La SAS, clauses statutaires relatives au pouvoir”, Paris, Juris-class, Sociétés Formulaire, 31 Mayo 2000.

- TAPIA FRADE, A.: “La regulación del equity crowdfunding en el derecho de EE.UU. Referencia a la Jumpstart our Business Startups (JOBS)”, en “Crowdfunding: aspectos legales”, Moreno Serrano, E. y Cazorla González-Serrano (Coord), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2016, págs. 73-95.
- TOLMOS, L.M.: “La protección jurídica del inversor: El tercero de confianza, medios de pago y “compliance”. En “Crowdfunding: Aspectos Legales”, Moreno Serrano, E. y Cazorla González-Serrano (Coord), Cizur Menor, Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2016, págs 395-416.
- VALENZUELA GARACH, J.: “Las entidades de crédito comisionistas en el mercado de valores”, Jaén, Edit. Universidad de Jaén, 2000.
- VICENT CHULIA, F.: “Licitud, eficacia y organización de los sindicatos de voto”, Madrid, en AAVV “Derecho Mercantil de la CEE, Estudios en homenaje a José Girón Tena”, 1991, págs. 1232-1233.
- WEINSTEIN, R.: “Crowdfunding in the U.S. and abroad: what to expect when you are expecting”, Cornell International Law Journal, N° 46, 2013, págs. 427 y s.
- ZUBIZARRETA GOROSTIZA, AITOR & POLO, CARLOS: “Asesorando a startups”, Seminario en Centro de Estudios, Colegio de la Abogacía de Bizkaia, 21-22 Mayo, 2018.
- ZUNZUNEGUI, FERNANDO: “Régimen jurídico de las Plataformas de Financiación Participativa (“crowdfunding”)” en RDMF, working paper 3/2015, Junio 2015.

