

“Las plataformas de financiación participativa a la luz de la nueva regulación europea del crowdfunding (El Reglamento UE 2020/1503, de 7 de octubre de 2020, sobre los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas)”

“The participatory financing platforms in the light of the new European regulation of crowdfunding (Regulation EU 2020/1503 of the European Parliament and of the Council of 7 October 2020 on European crowdfunding service providers for business)”

Raquel López Ortega

Profesora Titular de Derecho Mercantil. Universidad de Sevilla

RESUMEN

El Reglamento (UE) 2020/1503, de 7 de octubre de 2020, sobre los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas tiene por objeto fomentar la financiación transfronteriza de las empresas a través de la eliminación de los obstáculos al funcionamiento del mercado interior en los servicios de financiación participativa. A tal efecto, establece un completo régimen jurídico para los proveedores de servicios de financiación participativa de ámbito europeo. Estos intermediarios, denominados en nuestro Ordenamiento Jurídico como plataformas de financiación participativa, ya habían sido objeto de regulación por parte del legislador nacional en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial. El objeto de este trabajo es ofrecer un estudio de la repercusión que el nuevo régimen europeo va a tener sobre las normas de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial que regulan este tipo de intermediarios financieros.

ABSTRACT

Regulation EU 2020/1503 of the European Parliament and of the Council of 7 October 2020 on European crowdfunding service providers for business aims to promote cross-border financing of companies by removing obstacles to the functioning of the internal market in participatory financing services. To this end, it establishes a complete legal regime for providers of participatory financing services at European level. These intermediaries, known in our Legal System as participatory financing platforms, had already been regulated by the national legislator in Law 5/2015, of April 27, on the Promotion of Business Financing. The purpose of this work is to offer a study of the impact that the new European regime will have on the rules of the Law for the Promotion of Business Financing that regulate this type of financial intermediaries.

PALABRAS CLAVE

Plataformas de Financiación Participativa, Financiación Participativa, Crowdfunding.

KEY WORDS

Participatory Financing Platforms, Participative Financing, Crowdfunding.

SUMARIO

I.- Introducción II.- Concepto de Plataforma de Financiación Participativa III.- Naturaleza jurídica IV.- Supervisión administrativa: Autorización y registro V.- Elementos subjetivos: 1.- Promotores 2.- Inversores VI. - Elementos funcionales: 1.- Contenido necesario 2.- Contenido voluntario 3.- Contenido prohibido.

I.- Introducción

La actividad empresarial y, especialmente las pequeñas y medianas empresas, dependen en gran medida del funcionamiento del mercado de financiación, intermediado tradicionalmente a través de entidades bancarias o bien a través del acceso directo a los mercados de capitales (Bolsas y demás mercados regulados); sin embargo, una acusada restricción del crédito disponible en los últimos años ha provocado la limitación de las empresas a la financiación. Esta situación se hizo sentir especialmente en nuestro país, dada la fuerte dependencia de las empresas españolas a la financiación bancaria, a raíz de la crisis financiera que provocó, a partir del año 2009, una muy acusada reducción en el acceso al crédito bancario acompañado de un paralelo incremento de su coste¹.

En este panorama, el *crowdfunding* constituye un mecanismo de canalización directa del ahorro a la inversión productiva complementario al que tiene lugar a través de los sistemas tradicionales de financiación (el crédito bancario y la captación de capital en el mercado primario)², es un modelo alternativo de financiación, que a través de la intermediación de una plataforma de financiación alojada en una página web en Internet

¹ Esta situación se ha puesto de manifiesto especialmente en el ámbito de las pequeñas y medianas empresas con necesidades de financiación de un volumen reducido pero de alto riesgo que ha provocado un paulatino desplazamiento del capital riesgo y de la financiación bancaria hacia proyectos de mayor dimensión y, en general, de menor riesgo, de forma que no queda cubierta a través de los mecanismos tradicionales la financiación para los proyectos altamente innovadores, de menor tamaño o en fase inicial (fase start-up) que, en cambio, encuentran cabida a través del crowdfunding. Si bien se ha indicado (vid. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, “Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: Concepto y funciones”, Revista de Derecho del Mercado de Valores, nº 15, segundo semestre 2014, p. 2; RIVERA BUTZBACH, *Crowdfunding: La eclosión de la financiación colectiva, un cambio tecnológico, social y económico*, Barcelona, 2012., p. 16), que el crowdfunding va progresivamente extendiendo su ámbito más allá de la micro-financiación y de los microcréditos porque está dando cabida, cada vez más frecuentemente, a intereses profesionales, aportaciones de mayor cuantía e inversiones recurrentes y estables, lo que supone la incorporación de la figura de los *business angels* a la escena del crowdfunding.

² Vid. ZUNZUNEGUI, “Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)”, RDMF, junio 2015, p. 2; MENÉNDEZ, y MULINO, “Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa según la encuesta semestral del BCE”, Boletín Económico, Banco de España, febrero 2015, p. 52.

permite poner en contacto a las empresas que buscan financiar sus proyectos con los inversores que desean financiarlos.

Pero sería erróneo concluir que la rápida expansión del *crowdfunding* en el mercado responde únicamente a una coyuntura económica de retraimiento de los principales actores del mercado de la financiación³. Junto al dato económico, ciertamente importante, es obligado destacar dos factores también importantes: el primero, el factor social, dado que el *crowdfunding*, en sus distintas modalidades, es una manifestación más de los movimientos sociales de actuación y emprendimiento colectivo colaborativo, es una forma de financiación colectiva. Y, el segundo, el factor tecnológico. Internet ha creado una cultura de masas que permite y facilita desarrollar portales y comunidades sociales *on line* a bajo coste y con acceso a un amplísimo colectivo que son impensables mediante las fórmulas tradicionales de captación del ahorro público. De esta manera, el *crowdfunding* reproduce el principio económico de la distribución del riesgo que subyace en la financiación en masa, pero gracias a la infraestructura tecnológica sobre la que se asienta, ha multiplicado sus efectos.

El fenómeno del *crowdfunding* se ha generalizado y ha alcanzado en los últimos años un fuerte desarrollo a nivel internacional y en países como España en los que el deterioro del crédito bancario como consecuencia de la crisis ha llevado fundamentalmente a las pymes a buscar mecanismos alternativos de financiación⁴. Precisamente la necesidad de mejorar los canales de financiación de las empresas fue el objetivo de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial (en adelante, LFFE) que lo ha articulado a través de dos cauces concretos: por un lado, un conjunto de medidas destinadas a la recuperación del crédito bancario y, por otro, fomentar otros medios alternativos de financiación no bancaria⁵. Entre estos últimos, destaca el establecimiento de un régimen jurídico para las plataformas de financiación participativa, lo que supuso configurar un marco legal para el denominado *crowdfunding*.

El Título V de la LFFE estableció por primera vez, siguiendo la estela de otros países, el régimen jurídico de las denominadas Plataformas de Financiación Participativa (en adelante, PFP), dando cobertura a las actividades comúnmente denominadas como *crowdfunding*. Pero el objetivo de la LFFE no fue el de establecer un marco jurídico integral del *crowdfunding* sino crear una nueva categoría de intermediarios del mercado de la financiación, a los que ha denominado *plataformas de financiación participativa* y ofrecer el régimen jurídico de estas plataformas al ser el elemento clave sobre el que pivotan alguna de las principales modalidades de *crowdfunding*, las de carácter financiero. Así, las plataformas de financiación participativa surgieron como intermediarias que ponen en contacto, a través de internet, a las empresas promotoras que

³ En este sentido, vid. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, “Las plataformas de financiación participativa...”, cit., pp. 3-4; HERNÁNDEZ SAINZ, “La transparencia como instrumento de protección de los inversores en PYMEs y start-ups a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)”, La Ley, nº 5069, 2015, p. 2; RIVERA BUTZBACH, *Crowdfunding...*, cit. pp. 47 y ss.

⁴ Vid. ZUNZUNEGUI, “Régimen jurídico de las plataformas...”, cit., p. 2.

⁵ Según el tenor literal de la Exposición de Motivos de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial (vid. BOE, nº 101, de 28 de abril de 2015, p. 36603): “... se articulan un conjunto de medidas con una doble finalidad. La primera pretende hacer más accesible y flexible la financiación bancaria a las pymes, y parte de la convicción de la necesidad de potenciar la recuperación del crédito bancario, dada su vital importancia en nuestro sistema financiero. La segunda pretende avanzar en el desarrollo de medios alternativos de financiación, sentando las bases regulatorias necesarias para fortalecer las fuentes de financiación corporativa directa o financiación no bancaria en España”.

buscan financiar sus proyectos con los inversores que desean financiarlos, gestionando el acceso y la contratación a través de este sistema de contratación de productos financieros.

Recientemente, se ha publicado el Reglamento (UE) 2020/1503, de 7 de octubre de 2020, sobre los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas.

El Reglamento parte de la consideración de que la financiación participativa se ha convertido en una práctica consolidada para financiar las actividades empresariales; en concreto, es una forma de financiación alternativa que ha alcanzado una relevancia creciente para facilitar el acceso a la financiación por parte de empresas emergentes y pymes. Esta circunstancia justifica que el objetivo del Reglamento haya sido, aparte de contribuir a completar una verdadera unión de los mercados de capitales en la Unión Europea, el establecimiento de un régimen común a nivel europeo para los proveedores de servicios de financiación participativa para empresas, que permita fomentar la financiación transfronteriza de éstas⁶.

El Reglamento prevé un período transitorio, que concluye el 10 de noviembre de 2022, en el que los Estados miembros deben sustituir las normas nacionales por las previstas en el Reglamento. Entre tanto, deben establecerse disposiciones transitorias que permitan, en nuestro Derecho, a las PFP constituidas con arreglo a la LFFE, y, por tanto, autorizadas e inscritas en el registro de la CNMV, adaptar su actividad empresarial a lo establecido en el Reglamento y disponer de tiempo suficiente para solicitar la autorización prevista en el mismo. En todo caso, durante ese período transitorio, podrán seguir prestando los servicios de financiación participativa incluidos en el ámbito de aplicación del Reglamento, de conformidad con la normativa nacional aplicable. Se insta a tal efecto a los Estados a establecer procedimientos de autorización simplificados que permitan a las plataformas constituidas de conformidad con el Derecho nacional, cumplir los requisitos establecidos en el Reglamento.

Dado que las plataformas de financiación participativa ya habían sido objeto de regulación por parte del legislador nacional en la LFFE, el nuevo régimen de los proveedores europeos de servicios de financiación participativa contenido en el Reglamento 2020/1503, exige un estudio de la repercusión que el nuevo régimen europeo va a tener sobre este tipo de intermediarios financiero, al que vamos a dedicar las siguientes páginas.

II.- Concepto de Plataforma de Financiación Participativa

Las PFP están reguladas en el Título V (arts. 48 a 93) de la LFFE, al que quedan sujetas las PFP que ejerzan su actividad típica en territorio nacional, así como la participación en ella de los inversores y promotores (art. 47 LFFE).

La noción legal en nuestro Ordenamiento de las PFP se recoge en el art. 46 LFFE que, sin demasiado rigor técnico⁷, las define como aquellas empresas autorizadas para desarrollar la actividad consistente 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

⁶ Vid. los considerandos 3º y 8º del Reglamento.

⁷ Vid. SÁNCHEZ RUIZ, “Deberes legales y conflictos de intereses de las plataformas de financiación participativa”, RDBB, nº 153, p.17.

inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores⁸.

El Reglamento ofrece el concepto de lo que denomina “proveedor de servicios de financiación participativa” como toda persona jurídica, establecida en la Unión, que preste servicios de financiación participativa, que consisten en la conexión de los intereses de los inversores y de los promotores de proyectos en materia de financiación empresarial mediante un sistema de información basado en internet y públicamente accesible (art. 1 Reglamento).

Nótese que el Reglamento europeo distingue, a diferencia del régimen establecido en la LFFE, entre la propia plataforma de financiación y el prestador o proveedor de servicios de financiación participativa; esto es, entre lo que sería el entorno digital, que es presupuesto necesario para el establecimiento de las relaciones jurídicas entre los distintos sujetos intervinientes, y la persona jurídica que actuaría como intermediaria en ese entorno. Así reduce el concepto de plataforma al sistema de información basado en internet públicamente accesible y explotado o gestionado por un proveedor de servicios de financiación participativa [art. 1.d) del Reglamento].

De esta manera, el concepto de plataforma de financiación participativa acuñado por la LFFE debe considerarse sinónimo al de proveedor de servicios de financiación, que emplea la norma europea, en tanto que, en uno y otro caso, se está aludiendo a la persona jurídica que presta los servicios de financiación participativa a través de páginas web y otros medios electrónicos que, a tal efecto, organiza y gestiona. El Reglamento, en cambio, alude a la plataforma, no en cuanto *sujeto*, sino en cuanto *medio*⁹, y reduce el concepto de plataforma únicamente al sistema electrónico, como elemento clave que permite la actuación de estos intermediarios y esta modalidad de financiación.

La noción de esta modalidad de intermediarios financieros recogida tanto en la LFFE como en el Reglamento 2020/1503, parte de la existencia de una estructura triangular en la que necesariamente participan tres sujetos¹⁰: los denominados inversores, “personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario”, o, en términos del Reglamento, “que a través de una plataforma de financiación participativa, conceda préstamos o adquiera valores negociables o instrumentos admitidos para la financiación participativa”; los llamados promotores, “personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa”, y las PFP. Estas últimas son empresas cuya

⁸ Como ha indicado GALACHO ABOLAFIO (vid. “Crowdfunding y shadow banking: plataformas de financiación participativa (PFPs) y protección de los inversores”, RDBB, nº 145, p. 179), cuando la LFFE alude a las PFP no se está refiriendo a la plataforma en sí como portal web accesible a través de internet, sino a una sociedad de capital que cumple con una serie de requisitos para operar como tal. Destaca también esta acepción predominantemente subjetivo-personal del concepto de PFP recogido en el art. 46.1 LFFE, GARCÍA-PITA, *Plataformas de financiación participativa y “financiamiento crowdfunder”*, Valencia, 2016, p. 55.

⁹ Vid. SÁNCHEZ RUIZ, “Deberes legales...”, cit., p. 18.

¹⁰ También, TAPIA HERMIDA, “La nueva regulación europea del crowdfunding: El Reglamento (UE) 2020/1503, de 7 de octubre de 2020, sobre los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas”, en El Blog de Alberto J. Tapia Hermida, entrada del 28 de octubre de 2020, <http://ajtapia.com/2020/10/la-nueva-regulacion-europea-del-crowdfunding-4-el-reglamento-ue-2020-1503-de-7-de-octubre-de-2020-sobre-los-proveedores-europeos-de-servicios-de-financiacion-participativa-para-empresas/>, p. 3.

actividad empresarial consiste en gestionar una plataforma electrónica que permita prestar servicios de financiación participativa, sin asumir ningún riesgo propio, intermediando entre los promotores de los proyectos y los inversores a través de una plataforma en línea.

En ambas regulaciones se recoge una noción amplia que describe la actividad empresarial que despliegan las PFP y en la que destacan dos elementos claves; por un lado, la posición intermediadora que las PFP ocupan dentro de la relación triangular que el crowdfunding genera entre los promotores y los inversores; y, de otro, el factor electrónico como elemento clave de la operación que conforma el propio concepto legal de PFP acuñado por la LFFE.

Las PFP son empresas, tal y como indica el art. 46 LFFE, que profesionalmente, esto es, con dedicación habitual y ánimo de lucro, se dedican a desarrollar, establecer y explotar canales de comunicación, portales de contratación electrónicos a través de páginas web, para facilitar la contratación de la financiación entre inversores y promotores [art. 51.1.b) LFFE]. Las plataformas son intermediarios financieros que operan por internet y que ocupan una posición relevante en la relación triangular que el *crowdfunding* genera pues se dedican a gestionar un sistema de financiación participativa que crea el entorno electrónico cerrado en el que interactuarán promotores y potenciales inversores¹¹.

Las PFP gestionan un sistema electrónico de financiación participativa que permite la contratación electrónica de valores y préstamos en el ámbito del mercado primario. La financiación puede adoptar dos modalidades básicas: la forma de préstamo o la de adquisición de valores negociables o de otros instrumentos admitidos para la financiación participativa, ya que, conforme a lo establecido en los arts. 46 y 50 LFFE, las plataformas sólo pueden admitir proyectos de financiación que se instrumenten mediante la emisión o suscripción de obligaciones, acciones, participaciones u otros valores representativos del capital; o bien mediante la solicitud de préstamos a través de la publicación de proyectos en las plataformas de financiación participativa. En el mismo sentido, el Reglamento 2020/1503 incluye en su ámbito de aplicación tanto la financiación participativa de crédito como la financiación participativa de inversión al establecer en la definición de servicios de financiación participativa “*la conexión de los intereses de los inversores y de los promotores de proyectos en materia de financiación empresarial mediante el uso de plataformas de financiación participativa, que consista en cualquiera de las actividades siguientes: i) la facilitación de la concesión de préstamos, ii) la colocación sin base en un compromiso firme, como dispone el punto 7 de la sección A del Anexo I de la Directiva 2014/65/UE, de valores negociables y de instrumentos derivados para la financiación participativa emitidos por los promotores de proyectos o por una entidad instrumental, y la recepción y transmisión de órdenes de clientes, como dispone el punto 1 de dicha sección, en relación con esos valores negociables e instrumentos admitidos para la financiación participativa*” [art. 2.1.a) del Reglamento].

Por tanto, las plataformas no son mercados de negociación porque la negociación de los productos contratados no se contempla en la definición legal y no está comprendida

¹¹ Vid. en este sentido, ZUNZUNEGUI, “Régimen jurídico de las plataformas...”, cit., pp. 9 y 12; RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, “Las plataformas de financiación participativa...”, cit., p. 5; RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, “El servicio de mediación electrónica de las plataformas de financiación participativa: marco regulador”, RDBB, n 149, pp. 230-231.

en el objeto de las PFP¹², si bien el Gobierno y, con su habilitación, la CNMV, pueden ampliar los servicios auxiliares de las PFP y podrían habilitarlas para prestar servicios de negociación de los productos contratados, resultando en tal caso de aplicación lo establecido en la LMV para los sistemas de negociación.

En definitiva, la LFFE en el Derecho español y el Reglamento 2020/1503 en el ámbito europeo, han creado una nueva categoría de intermediarios financieros que, junto a la actividad principal de su objeto que consiste en habilitar el entorno electrónico de interacción y de facilitar los procedimientos que permitan a inversores y promotores negociar y concluir las operaciones deseadas, pueden prestar además un conjunto de servicios complementarios. Estos servicios auxiliares de la actividad de intermediación financiera de las plataformas están previstos y enumerados a título ejemplificativo en el art. 51.2 LFFE. Asimismo, el Reglamento europeo prevé la prestación de servicios de custodia de activos y de gestión de pagos (art. 10 del Reglamento)¹³, así como la prestación del servicio de gestión individualizada de carteras de préstamos (art. 6 del Reglamento)¹⁴.

Otro elemento clave de la definición legal de estas plataformas mediadoras recogido tanto en la LFFE como en el Reglamento 2020/1503, es el factor electrónico. El art. 46 LFFE establece que la actividad de las PFP consiste en “poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas...”. Asimismo, el Reglamento establece que los proveedores de servicios de financiación participativa operan a través de una plataforma digital que gestionan con el objeto de poner en contacto o facilitar el contacto a inversores o prestamistas potenciales con empresas que busquen financiación¹⁵.

Las PFP son intermediarios financieros electrónicos, son operadores de plataformas electrónicas, dado que el empleo de medios electrónicos para el ejercicio de la actividad no se presenta como un simple elemento instrumental sino que forma parte del concepto legal de estas plataformas¹⁶. Se trata de una actividad empresarial en red,

¹² Vid. ZUNZUNEGUI, “Régimen jurídico de las plataformas...”, cit., p. 15.

¹³ Para la intermediación en la concesión de préstamos o la colocación de valores mobiliarios o participaciones sociales (custodia de activos de clientes), los proveedores necesitan de la colaboración de una entidad de crédito o de una entidad depositaria de valores reconocida por la MiFID II o por la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión. Si se prestan servicios de pago, deberá hacerse a través de un proveedor de estos servicios de acuerdo con la Directiva 2015/2366/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, sobre servicios de pago en el mercado interior, o bien obtener el proveedor de servicios de financiación participativa la preceptiva autorización administrativa (art. 10.3 y 4 Reglamento).

¹⁴ La posibilidad de que las plataformas, además de las actividades típicas, desarrollen también las complementarias, como servicios de pago, crédito al consumo, intermediación crediticia o gestión individualizada de carteras de préstamos, puede complicar enormemente e, incluso generar cierta confusión en cuanto al régimen al que deben quedar sujetas. En este sentido se ha indicado que quizás hubiese sido preferible limitar la actividad de estas plataformas a la gestión del sistema de contratación financiera por internet, pues con ello se facilitaría la supervisión por la CNMV de este tipo de intermediarios, recurriendo necesariamente para la prestación de esos otros servicios a entidades habilitadas para ello, vid. ZUNZUNEGUI, “Régimen jurídico de las plataformas...”, cit., pp. 9-10.

¹⁵ Vid. Considerando 1 del Reglamento.

¹⁶ Vid. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, “Las plataformas de financiación participativa...”, cit., pp. 9-10; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA; DEL CASTILLO, “Los sujetos que intervienen en la relación jurídica: las plataformas, el promotor y el inversor”, en AAVV, *Las plataformas de financiación participativa. Crowdfunding*, Direcc. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA y PAÑEDA USUNÁRIZ, Pamplona, 2018, p. 107

estas plataformas son intermediarios financieros que operan necesariamente por internet creando portales de financiación que ponen en contacto a promotores e inversores.

Entendemos que el servicio que prestan estas plataformas cumple los requisitos mencionados en el art.1.1b) de la Directiva 2015/1535 y, por tanto, constituye en principio un servicio de la sociedad de la información comprendido en el ámbito de aplicación de la Directiva 2000/31, dado que se trata de un servicio de intermediación, prestado a cambio de una remuneración, que tiene por objeto poner en contacto mediante una plataforma electrónica a inversores o prestamistas potenciales con empresas que busquen financiación¹⁷. En nuestro Ordenamiento Jurídico, además del régimen previsto en la LFFE, les resulta de aplicación la Ley 34/2002, de Servicios de la Sociedad de la Información y de Comercio Electrónico, que regula tales servicios¹⁸.

La LFFE hace una exclusión expresa de la noción de PFP a aquellas empresas que desarrollen la actividad prevista en el art. 46.1 LFFE cuando la financiación captada por los promotores sea exclusivamente a través de donaciones, venta de bienes y servicios o préstamos sin intereses (art. 46.2 LFFE). En tales casos, el cauce a través del cual se financian los proyectos excluye a los financiadores del concepto de inversor. El art. 46.2 LFFE excluye del régimen legal de las PFP a las plataformas no financieras, esto es, aquéllas en las que las aportaciones del financiador no se hacen a título lucrativo sino como mera liberalidad¹⁹. Así el legislador establece una delimitación negativa del concepto legal de PFP excluyendo estos supuestos y acogiendo las modalidades típicamente financieras de *crowdfunding* en las que prima el componente financiero de la actividad porque el inversor asume una participación activa en el riesgo empresarial esperando recibir una remuneración dineraria por su participación²⁰. Es precisamente el riesgo que en tales casos asume fundamentalmente el inversor, el que justifica la delimitación objetiva que de las PFP ha hecho el legislador hacia modalidades de *crowdfunding* típicamente financieras porque en ellas existe un mayor nivel de riesgo y una mayor necesidad de protección del inversor, que exige la supervisión de estos nuevos intermediarios del mercado.

El Reglamento 2020/1503 no establece una delimitación negativa del concepto de proveedor de servicios de financiación participativa en los términos en los que lo recoge la LFFE, si bien, la exclusión de formas de financiación que no persiguen la obtención de

¹⁷ Al respecto, vid. las SSTJUE de 20 de diciembre de 2017, de 10 de abril de 2018 y de 19 de diciembre de 2019, en el caso de la plataforma digital Uber.

¹⁸ El art. 46.3 LFFE aclara que el régimen jurídico de la PFP será el previsto en la Ley y en su normativa de desarrollo sin perjuicio de la sujeción de estas empresas y su actividad al resto de la normativa que pudiera resultar de aplicación.

¹⁹ Los términos en los que se expresa el art. 46.2 LFFE (“cuando la financiación captada por los promotores sea exclusivamente a través de donaciones, venta de bienes y servicios o préstamos sin intereses”) permiten sostener que tendrán la consideración de PFP las plataformas mixtas, esto es, aquéllas que combinan la gestión de un sistema financiero con otros no financieros. En este mismo sentido, vid. ZUNZUNEGUI, “Régimen jurídico de las plataformas...”, cit., p. 10; RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, “Las plataformas de financiación participativa...”, cit., p. 9.

²⁰ Nuestro legislador optó por la expresión plataformas de financiación participativa para abarcar las modalidades de crowdfunding financiero que pretendía regular. La elección de la expresión PFP ha sido criticada por ser escasamente descriptiva del fenómeno que pretende regular, si bien apuntándose las dificultades que no hacen fácil la precisión y el acierto terminológico, vid. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, “Las plataformas de financiación participativa...”, cit., p. 8. Favorable a la expresión legal, aunque con matizaciones, vid. ZUNZUNEGUI, “Régimen jurídico de las plataformas...”, cit., p. 8.

una remuneración dineraria resulta clara en tanto que el servicio de financiación participativa que prestan estas plataformas a las empresas permite la conexión de los intereses de los inversores, que buscan financiación a cambio de un rendimiento dinerario, y de los promotores en materia de financiación empresarial a través de dos cauces: de préstamos, que permite al promotor de un proyecto disponer de una suma de dinero acordado y por un tiempo determinado, asumiendo la obligación de devolver dicha suma al inversor, más el interés acumulado, de conformidad con un calendario de pagos escalonado; o a través de la adquisición de valores negociables o de instrumentos admitidos para la financiación participativa. Por tanto, procede incluir en el ámbito de aplicación del Reglamento tanto la financiación participativa de crédito como la financiación participativa de inversión²¹. En definitiva, el inversor en ambas modalidades asume un riesgo que justifica la preocupación del Reglamento por garantizar a través de su articulado un alto nivel de protección a los inversores que permita fomentar la financiación transfronteriza de las empresas.

III.- Naturaleza jurídica

Una vez analizado el concepto legal, procede realizar unas consideraciones acerca de la naturaleza jurídica que las PFP o, en la denominación del Reglamento, los proveedores de servicios de financiación participativa, presentan en nuestro Derecho. En concreto, se trata de analizar si el conjunto de normas establecidas en el Reglamento supone o no una modificación sustancial del régimen de estos operadores que altere la calificación jurídica que, conforme a las normas nacionales recogidas en la LFFE, se ha mantenido²².

Del concepto legal de PFP recogido en el art. 46 LFFE y en el art. 1 del Reglamento 2020/1503, en el que se define a los operadores de servicios de financiación participativa, se infiere que las PFP son empresas que profesionalmente se dedican a desarrollar, establecer y explotar canales de comunicación, portales de contratación electrónicos a través de páginas web, para facilitar la contratación de la financiación entre inversores y promotores. Son empresas cuya actividad empresarial consiste en gestionar una plataforma electrónica que permita poner en contacto a promotores e inversores.

La PFP es un operador que se dedica de manera profesional a desarrollar una actividad empresarial que consiste en la gestión de una plataforma electrónica que tiene por objeto la financiación; en definitiva, se trata de una nueva categoría de intermediario en el mercado de la financiación, intermediarios financieros que operan por internet, porque la actividad principal que desarrollan consiste en habilitar el entorno electrónico de interacción y de facilitar los procedimientos que permitan a inversores y promotores negociar y concluir las operaciones de financiación deseadas²³.

²¹ Vid. Considerando 1 del Reglamento.

²² Respecto a la naturaleza jurídica de las PFP conforme a la LFFE, vid. LÓPEZ ORTEGA, “Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial”, RDBB, nº 144, octubre-diciembre 2016, pp. 101 y ss.

²³ Destacan expresamente el carácter de intermediario de las PFP, entre otros, GIMENO, “Aproximación a la naturaleza jurídica del crowdfunding”, RDM, nº 291, enero-marzo 2014., p. 456; ZUNZUNEGUI, “Régimen jurídico de las plataformas...”, cit., p.15; RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, “Las plataformas de financiación participativa...”, cit., p. 6. La Exposición de Motivos de la LFFE, en el apartado III, alude

Las PFP actúan como intermediarios en operaciones de financiación en las que existen tres sujetos: la propia plataforma, los promotores y los inversores. En estas operaciones de *crowdfunding* que desarrollan las PFP se entrelazan distintas relaciones jurídicas cuya naturaleza jurídica resulta difícil dilucidar.

Ha de partirse del hecho de que las PFP gozan de un amplio margen de libertad, de acuerdo con su estrategia empresarial y conforme al modelo de negocio que quieren desarrollar, para establecer la forma en que van a desplegar su actividad profesional y, en definitiva, cómo van a gestionar el funcionamiento de la plataforma electrónica. Las PFP son plataformas electrónicas que gestionan el acceso al sistema y la contratación de productos financieros a través de dicho sistema poniendo en contrato al promotor con los potenciales inversores, y para ello necesariamente tendrán que definir los servicios que van a prestar a promotores e inversores, el funcionamiento básico de la plataforma, los procedimientos y medios a través de los cuales se invierte en los proyectos, etc²⁴. De hecho, cuando examinemos la delimitación funcional de las PFP²⁵, concluiremos que, conforme a lo establecido en el art. 51 LFFE y en el articulado del Reglamento europeo, la enumeración de los servicios que pueden prestar las PFP es muy amplia y variada, lo que permite la existencia de PFP con un objeto social diferenciado. De esta constatación deriva una importante consecuencia y es que para determinar la naturaleza jurídica de la actividad de la PFP es necesario analizar detenidamente la configuración contractual de su perfil²⁶.

Centrados en la relación jurídica que surge entre la PFP y los clientes, el promotor o solicitante de fondos y el inversor, surge la duda acerca de si de la relación establecida nace un contrato cuya naturaleza podría encuadrarse dentro del contrato de mediación o bien como contrato de comisión y, en consecuencia, si la PFP actúa como mediador o como comisionista de sus clientes. Los contornos que delimitan ambas figuras contractuales no siempre resultan claros y en estos casos especialmente debido al distinto perfil funcional que, como hemos visto, pueden presentar las PFP.

Si analizamos la noción legal de PFP que ofrecen el art. 46.1 LFFE y el concepto de proveedor de servicios de financiación participativa recogido en el art. 1 del Reglamento, podemos entender que las PFP son empresas cuya actividad consiste en poner en contacto a través de internet a promotores con potenciales inversores con el objeto de buscar financiación. Del contenido de ambas normas concluimos que la actividad que desarrollan las PFP consiste en ofrecer los mecanismos electrónicos, habilitar el entorno de interacción y poner a disposición de promotores e inversores los procedimientos que les permitirán concluir las operaciones deseadas. Por tanto, la relación jurídica entre la PFP y el cliente podría asimilarse en un principio con el contrato

expresamente al papel de intermediador que desarrollan las PFP, así como los considerandos 1,2 y 26 del Reglamento 2020/1503.

²⁴ Este tipo de información constituye el contenido de lo que el art. 61.1 LFFE recoge como “obligaciones de información general” que las PFP deben incluir de forma accesible, permanente, actualizada, gratuita y fácilmente visible en sus páginas web.

²⁵ Vid. *supra*.

²⁶ Vid., en este sentido, RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, “Las plataformas de financiación participativa...”, cit., p. 5.

de mediación²⁷; una modalidad de mediación o corretaje que podríamos calificar *-lato sensu-* de corretaje “financiero”, pues tiene por objeto poner en contacto a potenciales inversores y prestatarios o emisores de valores, para la conclusión de contratos de crédito o suscripción de valores²⁸. Así, el Considerando 1º del Reglamento 2020/1503 alude a la financiación participativa como una modalidad de intermediación, llevada a cabo a través de una plataforma digital abierta al público, *con objeto de poner en contacto o de facilitar el contacto a inversores o prestamistas potenciales con empresas que busquen financiación.*

La PFP, al igual que el mediador, desempeña una pura actividad de aproximación de los futuros contratantes dado que su finalidad es la de facilitar la conclusión de contratos entre terceras personas, estimulando la coincidencia entre oferta y demanda, en estos casos, de promotores e inversores, y para ello tendrá que desplegar la actividad necesaria que le permita lograr este resultado: seleccionar y publicar los proyectos de los promotores y establecer y gestionar los canales de comunicación que faciliten la contratación de la financiación [arts. 1.a) Reglamento y 51.1 LFFE]. Las PFP, como tales mediadores, han de facilitar la contratación entre promotores e inversores, su obligación consiste en facilitar la contratación, pero no en contratar, a diferencia de la actividad que desarrollan los comisionistas que consiste en desplegar la actividad tendente a la realización de la operación deseada. Así, las PFP no obran como representantes de ninguna de las partes y quedan al margen del contrato resultante de su actividad²⁹.

La PFP se obliga frente a los promotores a llevar a cabo las actuaciones necesarias y a poner a su disposición los medios electrónicos idóneos para alcanzar la financiación deseada, pero, en cambio, y ésta es la diferencia que los separa del contrato de comisión, no se obligan a realizar por cuenta y encargo de los promotores, las concretas operaciones de préstamo o de suscripción de valores en que se materialice la financiación. Así, el Considerando 26º del Reglamento establece expresamente que *los proveedores de servicios de financiación participativa deben operar como intermediarios neutrales entre los clientes en su plataforma de financiación participativa.* En este mismo sentido, el art. 49.1.b) LFFE alude a los promotores como personas físicas o jurídicas “que solicitan la financiación en nombre propio”³⁰.

²⁷ En este sentido, vid. HERNÁNDEZ SAINZ, “La transparencia como instrumento de protección...”, cit., p. 9; RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, “El servicio de mediación...”, cit., p. 229; GARCÍA-PITA, *Plataformas...*, cit., p. 70. En sentido contrario vid. GIMENO, “Aproximación a la naturaleza jurídica...”, cit., pp. 471-473, para quien la relación jurídica establecida entre la plataforma informática y el solicitante de fondos constituye un contrato de comisión dado que se cumplen los tres presupuestos legales necesarios: el primero, el carácter retribuido del contrato dado el ánimo de lucro perseguido por parte de la plataforma; el segundo, la naturaleza mercantil de la plataforma informática como profesional a los efectos del art. 2 CCo.,y, tercero, la consideración como acto u operación de comercio de la obligación de anunciar por parte de la plataforma informática sobre la base del ánimo de lucro en la actividad organizada de la página web.

²⁸ Vid. GARCÍA-PITA, “Nuevas formas de financiación empresarial, financial crowdfunding, e hibridación entre «plataformas de financiación participativa» y «entidades de pago», en AAVV, *Las plataformas...*, cit., pp. 193-194.

²⁹ Respecto a los rasgos característicos de la mediación, vid. GARRIGUES, *Curso de Derecho Mercantil*, Tomo I, Madrid, 1975, pp. 680-681.

³⁰ La propia Exposición de Motivos de la LFFE, en su apartado III, y al igual que el considerando 26 del Reglamento europeo (*los proveedores de servicios de financiación participativa deben operar como intermediarios neutrales...*), establece expresamente que “la regulación se asienta sobre el objetivo de

Por tanto, podemos concluir que las PFP actúan como mediadores que adquieren frente a los promotores la obligación de desarrollar la actividad necesaria para poner en relación sus proyectos con los potenciales inversores con el fin de que puedan obtener la financiación deseada para sus proyectos, se limitan a poner en relación a ambas partes facilitando la contratación, pero quedando al margen de los contratos a través de los cuales posteriormente se materialice dicha financiación. Esta conclusión encuentra también fundamento en el Considerando 11 del Reglamento en el que, cuando se alude al servicio de financiación participativa de crédito, se indica que [...] *las plataformas de financiación participativa de crédito simplemente facilitan a los inversores y a los promotores de proyectos la celebración de contratos de crédito sin que los proveedores de servicios de financiación participativa actúen en ningún momento como acreedores del promotor del proyecto [...]*.

Puede objetarse a esta conclusión relativa a la naturaleza de la relación que vincula a las PFP con los clientes, que es válida cuando la PFP asume entre sus funciones únicamente la prestación del servicio de financiación participativa, que constituye el contenido necesario de su actividad, pero que cuando la plataforma, además de éste, amplía su objeto a otros servicios opcionales que el Reglamento prevé que pueden prestar, como los servicios de custodia de activos de clientes, de servicios de pago o el servicio de gestión individualizada de carteras de préstamos, podría cuestionarse si la naturaleza de aquella relación pierde los rasgos que la definen como una mediación.

No parece que el contenido del conjunto de estos servicios que pueden asumir las PFP desvirtúe la calificación de la naturaleza de la relación que se entabla entre ellas y sus clientes, dado que se trata de servicios asumidos en aras de garantizar una prestación eficiente y correcta de los servicios de financiación participativa y para los que la plataforma debe contar, en todo caso, con la respectiva autorización para operar como tal. Por tanto, se trata de una actividad que desarrollan en cuanto prestadoras de tal servicio, que se superpone al contenido esencial de su actividad, pero que no altera la naturaleza del servicio de financiación participativa que constituye su objeto. Así el Considerando 29 del Reglamento, cuando alude a los servicios de pago, señala que [...] *una autorización para prestar servicios de financiación participativa no equivale a una autorización para prestar también servicios de pago [...] cuando un proveedor de servicios de financiación participativa preste servicios de pago en conexión con sus servicios de financiación participativa, también debe ser proveedor de servicios de pago de conformidad con la definición de la Directiva (UE) 2015/2366 [...]*.

Si analizamos la LFFE, no parece que el contenido del conjunto de servicios previstos en el art. 51.2 y 3 LFFE que pueden asumir las PFP desvirtúe la calificación de la naturaleza de la relación que se entabla entre las PFP y los clientes, dado que se trata de un conjunto de servicios auxiliares cuyo objeto es fundamentalmente facilitar la contratación: el asesoramiento a los promotores en relación con la publicación del proyecto en la plataforma incluyendo servicios en las áreas de tecnología de la información, marketing, publicidad y diseño [art. 51.2.b)]; servicios de análisis de los proyectos de financiación participativa [art. 51.2.b)]; habilitación de canales de

asegurar la neutralidad de las plataformas de financiación participativa en su relación entre inversores y promotores”.

comunicación a distancia entre inversores y promotores durante todo el proceso [art. 51.2.c)]; transmitir a los inversores la información sobre la evolución del proyecto o de acontecimientos societarios relevantes que sea facilitada por el promotor [art. 51.2.e)]. Incluso los servicios jurídicos que pueden asumir las PFP, como la puesta a disposición de modelos de contratos necesarios para la participación en los proyectos [art. 51.2.d)]; la posibilidad de que las plataformas formalicen los contratos de préstamo y de suscripción de participaciones (art. 51.3); y el servicio de reclamación judicial y extrajudicial de los derechos de crédito [art. 51.2.f)], no alteran la naturaleza de la actividad desarrollada por las plataformas en tanto que no implican la perfección de contratos en nombre y por cuenta del promotor, que sería el elemento definidor del contrato de comisión, alejándolo, en su caso, del contrato de mediación.

En este sentido, es especialmente significativo el contenido del art. 51.3 LFFE que autoriza a las PFP, si así lo consideran, a formalizar los contratos de préstamo y de suscripción de participaciones en los que se materializa la financiación. La norma establece expresamente que las PFP “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”. Los términos de la citada norma parecen apoyar la conclusión propuesta acerca de la naturaleza jurídica de la relación de la PFP con el promotor dado que de su contenido se deduce que las PFP únicamente podrían asumir el servicio de formalizar los acuerdos alcanzados, manifestados a través de la plataforma, probablemente mediante los canales de comunicación a distancia ofrecidos por la plataforma, para facilitar el contacto entre inversores y promotores [art. 51.2.c) LFFE]. Las PFP, si asumen este servicio, únicamente quedarían autorizadas para formalizar un acuerdo al que se ha llegado entre las partes afectadas y en el que la propia PFP ha quedado al margen. El acuerdo se alcanza y así se manifiesta a través de las comunicaciones que tienen lugar en la plataforma, de tal manera que la PFP facilita pero no interviene en la celebración de ese acuerdo, es decir, no participa en la perfección del contrato, no celebra el contrato de préstamo o de suscripción en nombre de ninguna de las partes, sino que únicamente facilita ese encuentro de voluntades entre el promotor del proyecto y los potenciales inversores, quedando autorizado para formalizar los contratos correspondientes si, conforme a lo previsto en el art. 51.3 LFFE, ha asumido tal servicio.

Esta misma conclusión relativa a la naturaleza de la relación que se entabla entre la PFP y los clientes puede mantenerse si examinamos el conjunto de servicios que tanto el Reglamento como la LFFE consideran que no pueden ser ofrecidos por estas plataformas financieras. Así, el Reglamento prohíbe a las plataformas que obtengan depósitos u otros fondos reembolsables del público, salvo que posean autorización como entidades de crédito (Considerando 9 del Reglamento), la realización de servicios de pago, salvo que ostenten la condición de proveedor de servicios de pago conforme a la Directiva 2015/2366 (Considerando 29 del Reglamento), o la realización de asesoramiento en materia de inversión porque la información se debe facilitar a los clientes de una manera neutral, que no implique una recomendación (Considerando 21 del Reglamento).

Idéntica postura puede mantenerse si examinamos el contenido del art. 52 LFFE que prohíbe a las PFP el ejercicio de las actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión, recalcando que, en relación con la emisión de acciones, obligaciones u otros

valores negociables, no podrán prestar servicios de recepción, transmisión y ejecución de órdenes, así como tampoco podrán asegurar la captación de fondos. La función que desarrollan las PFP consiste en habilitar y gestionar el entorno electrónico de interacción que permita a promotores e inversores realizar las operaciones de financiación deseadas desde una posición de neutralidad (art. 60 LFFE). La PFP selecciona y presenta los proyectos e, incluso, puede asesorar a los promotores en relación con su publicidad y marketing (art. 51.1.a LFFE), pero tienen expresamente prohibido realizar recomendaciones personalizadas a los inversores sobre los proyectos de financiación participativa (art. 52.2.b LFFE). Aunque pueden analizar los proyectos y emitir una valoración sobre su nivel de riesgo, deberán realizar esta tarea siempre desde criterios objetivos³¹. La PFP no es un mandatario o comisionista del promotor, su papel no es el de los prestadores de servicios de inversión, que conciertan un contrato de colocación o de colocación y aseguramiento de emisiones. Su objetivo no es promover y alcanzar la distribución de unos valores o de un préstamo, sino generar un mercado que posibilite el encuentro entre demandantes y oferentes de financiación³².

En definitiva, las PFP actúan como mediadores de sus clientes porque su actividad consiste básicamente en ofrecer y gestionar el entorno electrónico de interacción y poner a disposición los procedimientos que permitirán a los promotores e inversores negociar y concluir las operaciones de financiación deseadas, sin perjuicio del distinto perfil funcional que las PFP en la práctica puedan presentar.

Respecto al anuncio del proyecto realizado por la PFP a fin de atraer a posibles inversores que, con sus aportaciones, permitan financiar y llevar a cabo el proyecto presentado por el promotor, puede entenderse que dicha declaración hecha por la PFP constituye una verdadera oferta contractual, contenida en lo que el Reglamento denomina como “ficha de datos fundamentales de la inversión” (art. 23 del Reglamento). Se trata de una oferta vinculante, dirigida *ad incertam personae*, en tanto que contiene los aspectos esenciales de una posible relación contractual futura³³, sea a través de la celebración de un contrato de suscripción de valores, con las especialidades propias de nuestro Derecho de sociedades, o de un contrato de préstamo. Estos contratos quedan perfeccionados cuando los inversores manifiestan su aceptación a través de la plataforma (art. 51.3 LFFE) y hacen entrega de la cuantía pecuniaria por la que se vinculan al negocio de *crowdfunding*³⁴.

³¹ La propia Exposición de Motivos de la LFFE establece expresamente (vid. p. 5) que “...la regulación se asienta sobre el objetivo de asegurar la neutralidad de las plataformas de financiación participativa en su relación entre inversores y promotores. Debe destacarse, además, la prohibición de ofrecer servicios como el asesoramiento financiero, que acercaría las plataformas a otro tipo de entidades ya reguladas y supervisadas”.

³² Vid., en este sentido, HERNÁNDEZ SAINZ, “La transparencia como instrumento de protección...”, cit., p. 9.

³³ Al respecto, vid. MIRANDA SERRANO, “La oferta pública de contrato: entre la solución vienesa y el criterio tradicional español”, RdP, n° 27, 2011, pp. 69 y ss. En este sentido se ha entendido que al *crowdfunding* sería aplicable, en principio, la teoría general sobre los contratos de adhesión (vid. GIMENO, “Aproximación a la naturaleza jurídica...”, cit., p. 475).

³⁴ Se ha entendido que en estas modalidades de *crowdfunding* en las que necesariamente participa una PFP, el anuncio del proyecto por parte de la plataforma constituye una promesa pública de recompensa que da lugar a un negocio jurídico oneroso, vid. GIMENO, “Aproximación a la naturaleza jurídica...”, cit., p. 475, nota 84.

Ahora bien, se trata de contratos cuyos efectos quedan sujetos al cumplimiento de una condición suspensiva³⁵ que consiste en la necesidad de que el importe de la financiación alcance una determinada cuantía para que los fondos sean efectivamente entregados al promotor del proyecto y, además, que el importe mínimo establecido se logre dentro de un período de tiempo previamente fijado (art. 69 LFFE). La condición implica el aplazamiento de los efectos de los contratos derivados del *crowdfunding* a un momento posterior (art. 1114 Cc.). En tanto en cuanto no llegue el vencimiento del término acordado, la PFP vendrá obligada a custodiar los fondos aportados por los inversores. Si transcurrido el plazo establecido, se cumple la condición, esto es, se alcanza el mínimo establecido en el anuncio, la PFP debe proceder a hacer entrega de los fondos que le han sido transferidos a los promotores solicitantes y los contratos de préstamo o de suscripción de valores celebrados empiezan a desplegar sus efectos. En caso contrario, si transcurrido el plazo anunciado, el montante de la financiación no alcanza el mínimo establecido, los contratos no surtirán efectos, debiendo la plataforma informática restituir a cada uno de los inversores las cantidades entregadas (art. 69.4 LFFE).

IV.- Supervisión administrativa: Autorización y registro

La actividad que desarrollan las PFP, descrita en el art. 46.1 LFFE, y que consiste en poner en contacto de manera profesional y de forma electrónica, a inversores con promotores, queda reservada de manera exclusiva y excluyente a estas entidades, que, como tales, serán las únicas autorizadas para incluir en su denominación social la expresión “plataforma de financiación participativa”, o su abreviatura, “PFP” (art. 48 LFFE).

Actualmente, las PFP, como categoría de intermediarios financieros creada por la LFFE, están sujetas a una serie de requisitos para poder desarrollar su actividad, en concreto, se someten a un procedimiento de autorización y registro similar al que se aplica a otros intermediarios financieros. Han de contar con carácter general con autorización por parte de la CNMV. En el caso de plataformas que gestionen proyectos financiados con préstamos, será preceptivo contar además con informe previo vinculante del Banco de España (art. 53.1 LFFE), así como con la preceptiva autorización de entidad de pago híbrida en los casos en los que la PFP vaya a ejercer las actividades reservadas a entidades de pago, en concreto, la recepción de fondos con la finalidad de pago por cuenta de los inversores o de los promotores (art. 52.3 LFFE).

El Reglamento 2020/1503 recoge igualmente los requisitos de autorización y registro de los proveedores de servicios de financiación participativa.

El art. 12 del Reglamento dispone que toda persona jurídica que tenga intención de prestar servicios de financiación participativa debe solicitar a la autoridad competente del Estado miembro en que esté establecida, autorización para operar como proveedor de servicios de financiación participativa. A tenor de la norma, las plataformas de financiación participativa autorizadas e inscritas en el registro de la CNMV que prestan servicios de financiación participativa con arreglo a nuestra legislación nacional anterior al Reglamento, deben adaptar su actividad empresarial a lo dispuesto en el citado Reglamento y solicitar y obtener una autorización en los términos establecidos en el art. 12 del Reglamento.

³⁵ En este sentido, vid. GIMENO, “Aproximación a la naturaleza jurídica...”, cit., pp. 463-464.

A tales efectos, en aras de la seguridad jurídica y con vistas a la sustitución de las normas nacionales por las del Reglamento, se prevé un período transitorio que se extiende hasta el 10 de noviembre de 2022, en el cual las PFP podrán seguir prestando servicios de financiación participativa con arreglo a la legislación nacional y deben solicitar una autorización para prestar los servicios de financiación participativa conforme a lo establecido en el Reglamento. Durante este período transitorio, se autoriza a los Estados miembros a disponer procedimientos de autorización simplificados para aquellas PFP que, en el momento de entrada en vigor del Reglamento, estén autorizadas de conformidad con nuestro Derecho nacional a prestar servicios de financiación participativa, siempre que se cumplan los requisitos establecidos en el art. 12 del Reglamento antes de conceder una autorización con arreglo a dichos procedimientos simplificados. Advierte el Reglamento que los proveedores de servicios de financiación participativa que no hayan obtenido la autorización conforme a sus disposiciones, a más tardar el 10 de noviembre de 2022, no deben emitir nuevas ofertas de financiación participativa después de dicha fecha³⁶.

La concesión de la autorización para prestar servicios de financiación participativa se condiciona al cumplimiento de una serie de requisitos. Los requisitos para que una entidad obtenga y mantenga su autorización como plataforma de financiación participativa están recogidos en los arts. 55 y 56 LFFE. Los requisitos del art. 55 LFFE podemos calificarlos como requisitos generales para obtener y mantener la autorización y los previstos en el art. 56 LFFE son los denominados requisitos financieros. El Reglamento también distingue entre lo que serían los requisitos necesarios para obtener la autorización para operar como proveedor de servicios de financiación participativa (art. 12) y, dentro de ellos, los denominados requisitos prudenciales (art.11). De la forma en que están recogidos en la LFFE los requisitos generales y los financieros, podría plantearse la duda relativa a si el cumplimiento de estos últimos condiciona efectivamente, como los primeros, la obtención y mantenimiento de la autorización para actuar como PFP³⁷. Esta cuestión no se plantea en el Reglamento puesto que el art. 12.2 h) e i) exige, entre las menciones que han de constar en la solicitud de autorización, una descripción y prueba de que el futuro proveedor de servicios de financiación participativa cumple las salvaguardias prudenciales de conformidad con lo dispuesto en el art. 11 del Reglamento.

Los requisitos necesarios para ejercer la actividad, previstos en el art. 55 LFFE, serían que las PFP revistan la forma de sociedad de capital, con un capital íntegramente desembolsado, cuyo objeto social exclusivo sea la realización de las actividades propias enumeradas en la Ley (vid. art. 48.1 en relación con el art. 46.1 LFFE) y, en su caso, las de una entidad de pago híbrida y que su domicilio social, así como su efectiva administración y dirección, se encuentre en territorio nacional o en el de otro estado miembro de la Unión Europea. Asimismo, se exige que las PFP cuenten con administradores cualificados, que dispongan de una buena organización administrativa y contable, de medios adecuados que garanticen la seguridad del servicio y que dispongan de un reglamento interno de conducta, así como de mecanismos que garanticen la continuidad en la prestación de los servicios tras el cese de su actividad.

³⁶ Vid. Considerando 77 del Reglamento.

³⁷ Vid. LÓPEZ ORTEGA, “Las plataformas...”, cit., p. 94.

La solicitud de autorización debe ir acompañada del proyecto de estatutos, del programa de actividades en el que constarán los servicios que se pretenden realizar, descripción de la organización administrativa y contable junto con la relación de administradores, así como de socios con participación significativa. Además, se acompañará de una descripción de los procedimientos para la presentación de quejas y reclamaciones así como del procedimiento de prestación de los servicios de pago entre promotores e inversores por la propia plataforma o por entidad de pago híbrida, señalando en este caso, el nombre de tal entidad y su número de registro (art. 57 LFFE).

El art. 12 del Reglamento 2020/1503 establece asimismo un conjunto de menciones que han de acompañar a la solicitud de autorización para operar como proveedor de servicios de financiación participativa, similares a las establecidas en los arts. 55 y 57 LFFE, si bien se recogen algunas menciones no contempladas expresamente en los citados preceptos de la LFFE, como serían, básicamente, la exigencia de que se acompañe una descripción de los riesgos operativos del futuro proveedor del servicio de financiación participativa [art. 12.2.g) del reglamento], del plan de continuidad de las actividades del futuro proveedor del servicio de financiación participativa en caso de insolvencia [art. 12.2. h) del Reglamento], de su régimen de externalización o una confirmación sobre si el futuro proveedor de servicios de financiación participativa tiene intención de prestar servicios de pago por sí mismo o a través de un tercero [art. 12.2.p) del Reglamento].

Los requisitos financieros establecidos en el art. 56 LFFE exigen que la PFP cuente con un capital mínimo desembolsado de, al menos, 60.000 euros o un seguro de responsabilidad civil con una cobertura anual de 400.000 euros para todas las reclamaciones, o bien con una combinación de ambas que determine un nivel de cobertura equivalente. De estos requisitos, destaca la posibilidad de combinar la existencia de un capital social mínimo con seguros de responsabilidad civil con una cobertura mínima por responsabilidad civil profesional, así como unas exigencias de recursos propios que varían atendiendo al volumen de los proyectos cuya financiación se gestiona, que van desde los 60.000 euros hasta los dos millones de euros.

El art. 11 del Reglamento recoge los denominados requisitos prudenciales. El precepto establece que los proveedores de servicios de financiación participativa han de contar en todo momento con “salvaguardias prudenciales” por un importe igual al más elevado de los siguientes: *a) 25.000 euros o b) la cuarta parte de los gastos fijos generales del ejercicio anterior, revisados anualmente, lo que debe incluir el coste de los préstamos por servicio durante tres meses cuando el proveedor de servicios de financiación participativa facilite también la concesión de préstamos.* Estas salvaguardias prudenciales pueden consistir, bien en fondos propios, bien en un seguro de responsabilidad civil o en una combinación de ambas.

El Reglamento establece que los Estados miembros no deben imponer requisitos adicionales a los previstos en su articulado a aquellos proveedores de servicios de financiación participativa que hayan obtenido la autorización para operar conforme al Reglamento, con la finalidad de permitirles que puedan operar de forma transfronteriza

*sin tener que hacer frente a la divergencia entre normas , y facilitar así que inversores de diferentes estados miembros financien proyectos en toda la Unión*³⁸.

Una vez presentada la solicitud de autorización para operar como proveedor de servicios de financiación participativa, la autoridad competente evaluará si reúne los requisitos exigidos. En nuestro país la competencia recae sobre la CNMV quien, conforme a lo establecido en el art. 53 LFFE, debe resolver la solicitud de autorización en el plazo de tres meses siguientes a su recepción o al momento en que se complete la documentación exigible³⁹.

El Reglamento 2020/1503 regula con más detalle esta cuestión. El art. 12.4 del Reglamento establece que la autoridad competente para resolver la solicitud de autorización debe evaluar, en el plazo de 25 días a partir de la recepción de la solicitud, si ésta está completa porque reúna la información exigida en el art. 12.2 del Reglamento. Si no está completa, se le concederá un nuevo plazo para que facilite la información omitida. Si, en cambio, la solicitud está completa, la autoridad competente lo notificará de inmediato al futuro proveedor de servicios de financiación participativa y procederá a evaluar, en un plazo de tres meses desde la recepción de la solicitud completa, si el futuro proveedor de servicios de financiación participativa cumple los requisitos establecidos en el Reglamento, adoptando una decisión motivada por la que se conceda o deniegue la autorización para operar como tal proveedor. Se prevé, incluso, que la autoridad competente deniegue la autorización *si existen razones objetivas y demostrables para creer que el órgano de dirección del futuro proveedor de servicios de financiación participativa puede suponer una amenaza para su gestión eficaz, adecuada y prudente, la continuidad de sus actividades, así como para la debida consideración del interés de sus clientes y la integridad del mercado* (art. 12.8 del Reglamento). Asimismo se prevé que la autoridad competente, antes de adoptar una decisión de concesión o denegación de la autorización, consulte a la autoridad competente de otro Estado miembro cuando el futuro proveedor de servicios de financiación participativa sea una filial o una filial de una empresa matriz de un proveedor de servicios de financiación participativa autorizado en ese otro Estado miembro, o cuando esté controlado por las mismas personas físicas o jurídicas que controlan a otro proveedor de servicios de financiación participativa autorizado en ese otro Estado miembro (art. 12.7 del Reglamento).

Una vez obtenida la autorización, debe procederse al registro de estos intermediarios financieros para que puedan desarrollar su actividad. Actualmente, las PFP deben inscribirse en el registro correspondiente de la CNMV. Se trata de un registro público en el que deben constar los datos actualizados relativos a la denominación social, dirección de dominio de internet y domicilio social de la PFP, así como la identidad de los administradores y relación de socios con participación significativa (art. 54 LFFE).

El Reglamento 2020/1503 introduce una novedad en este punto porque reconoce a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) la competencia en materia de

³⁸ Vid. Considerando 33 del Reglamento.

³⁹ Se ha criticado la solución prevista en la LFFE de someter a autorización administrativa y a la supervisión de la CNMV, a las PFP de préstamos, y no al Banco de España, autoridad supervisora del mercado de crédito, vid. PALÁ LAGUNA, “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 AAVV, *Las plataformas...*, cit., p.173.

registro de todos los proveedores de servicios de financiación participativa (art. 14 del Reglamento)⁴⁰. La autoridad de cada Estado miembro será competente para conocer y resolver las solicitudes de autorización (art. 12 del Reglamento), para supervisar el cumplimiento de las obligaciones previstas en el Reglamento por parte de los proveedores de servicios de financiación participativa (art. 15 del Reglamento), así como para revocar la autorización concedida (art. 17 del Reglamento), pero se reserva a la AEVM la llevanza del registro de proveedores de financiación participativa autorizados (arts. 12.9 y 14.1 del Reglamento). El registro de proveedores de servicios de financiación participativa se pondrá a disposición pública en su sitio web y debe incluir una información relativa al proveedor de servicios de financiación participativa como el nombre, denominación comercial, forma jurídica, dirección postal y de internet, y una información referente a la autoridad competente que haya concedido la autorización (nombre, dirección y datos de contacto). Además, se debe facilitar información sobre los servicios de financiación participativa que esté autorizado a prestar, la indicación de los Estados miembros en los que el proveedor haya notificado su intención de prestar servicios de financiación participativa, así como cualquier otro servicio prestado y no regulado por el Reglamento (art. 14.2 del Reglamento).

Es de destacar en materia de supervisión administrativa, que los proveedores de servicios de financiación participativa vienen obligados a comunicar anualmente y con carácter confidencial a la autoridad nacional competente, la lista de proyectos financiados a través de su plataforma de financiación participativa junto con una serie de datos relativos a los mismos. A su vez, las autoridades competentes deben dar traslado de esta información a la AEVM (art. 16 del Reglamento).

Los arts. 58 LFFE y 13.2 del Reglamento recogen el supuesto de modificaciones sustanciales de las condiciones en que se concedió la autorización, que debe ser sometido a un procedimiento similar al de la autorización.

El art. 59 LFFE contempla los supuestos de revocación, suspensión y renuncia de la autorización concedida para ser PFP. El art. 17 del Reglamento faculta a las autoridades nacionales competentes para revocar la autorización concedida cuando el proveedor de servicio de financiación participativa incurra en alguno de los supuestos previstos en la norma. Asimismo, establece la obligación de dichas autoridades de los Estados miembros de informar de la revocación de la autorización tanto a la AEVM como a las autoridades competentes de aquellos Estados miembros en los que el proveedor de servicios de financiación participativa preste tales servicios (art. 17.2 del Reglamento).

V.- Elementos subjetivos

La noción de PFP recogida en el art. 46 LFFE parte de la existencia de una estructura triangular en la que necesariamente participan tres sujetos: la PFP, los promotores de los proyectos y los inversores que suministran la financiación. El Reglamento 2020/1503 parte también de la relación triangular que representan generalmente los servicios de financiación participativa y que se integra de tres sujetos:

⁴⁰ El Considerando 36 del Reglamento establece que, con la finalidad de ofrecer transparencia a los inversores, la AEVM debe crear un registro público actualizado de todos los proveedores autorizados de servicios de financiación participativa, que debe incluir información de todas las plataformas de financiación participativa que operan en la Unión.

*el promotor del proyecto, que propone el proyecto que se va a financiar; los inversores, que financian el proyecto propuesto; y una organización de intermediación en forma de proveedor de servicios de financiación participativa que reúne a los promotores de los proyectos y a los inversores a través de una plataforma en línea*⁴¹.

Las plataformas son intermediarios financieros que operan por internet y que ocupan una posición relevante en la relación triangular que el *crowdfunding* genera pues habilitan y posibilitan el entorno electrónico en el que interactuarán promotores y potenciales inversores. La necesaria relación de las PFP o de los denominados proveedores de servicios de financiación participativa con estos sujetos para poder desarrollar su actividad empresarial hace precisa la realización de unas breves consideraciones sobre los mismos.

1.- Promotores

El art. 46.1 LFFE, al definir a las PFP, ofrece un concepto de promotor, al establecer que “son promotores las personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa”. En el mismo sentido, el art. 1.h) del Reglamento define al promotor del proyecto como *toda persona física o jurídica que busque financiación a través de una plataforma de financiación participativa*.

Los promotores pueden ser personas físicas o jurídicas. En el primer caso, su residencia fiscal debe estar en España o en otro Estado miembro de la Unión Europea. Si se trata de persona jurídica, debe estar constituida en la Unión Europea (art. 67.1 LFFE). Además se exige que los promotores personas físicas o sus socios o administradores, en caso de persona jurídica, no podrán estar inhabilitados conforme a lo previsto en la Ley Concursal o normativa equivalente de otros Estados miembros de la unión Europea, ni estar cumpliendo condena por determinados delitos económicos (art. 67.2 LFFE). El art. 5 del Reglamento establece la obligación de los proveedores de servicios de financiación participativa de ejercer un nivel mínimo de diligencia respecto de los promotores cuyos proyectos se ofrecen para ser financiados a través de la plataforma. Este deber de diligencia respecto de los promotores se concreta en la exigencia, por un lado, de que éstos carezcan de antecedentes penales por infracciones de normas nacionales en ámbitos del Derecho mercantil, la insolvencia, los servicios financieros, el blanqueo de capitales, el fraude o las obligaciones en materia de responsabilidad profesional; y, por otro, que el promotor del proyecto no esté establecido en un país o territorio no cooperador, ni en un tercer país de alto riesgo conforme al art. 9.2 de la Directiva (UE) 2015/849 (art.15.2 del Reglamento).

Los rasgos fundamentales de la figura del promotor son dos: de un lado, que son solicitantes de financiación en nombre propio, y, de otro, que dicha financiación necesariamente ha de ir destinada a un proyecto presentado por el promotor a través de una oferta de financiación participativa que ha de reunir determinados requisitos subjetivos y objetivos.

Los promotores son solicitantes de financiación a través del proyecto presentado, por lo que las PFP deben identificar a los promotores y evaluar y seleccionar los proyectos con diligencia, verificando que cumplen los requisitos legales antes de proceder a su publicación en la plataforma (art. 66 LFFE) Sobre las plataformas de financiación

⁴¹ Vid. Considerando 3 del Reglamento.

participativa recae un riguroso deber de información del proyecto presentado por el promotor. Esa información debe ser completa en un doble sentido, que consista en toda la información relevante que sobre el proyecto obre en poder de la PFP y que reúna los requisitos establecidos legalmente⁴².

Este deber de información que recae sobre las plataformas se concreta en el Reglamento a través de la denominada *ficha de datos fundamentales de la inversión* que debe elaborar el promotor del proyecto para cada oferta de financiación participativa y que ha de reunir la información exigida en el anexo I del Reglamento. Uno de los apartados que debe aparecer en la ficha es el de la información relativa al promotor del proyecto (Parte A del Anexo I) en el que debe detallarse: la identidad, forma jurídica, titularidad, puestos directivos y datos de contacto del promotor; todas las personas jurídicas responsables de la información facilitada en la ficha de datos fundamentales de la inversión junto con la declaración de que dicha información no es inexacta ni engañosa; las actividades principales del promotor del proyecto junto con los productos o servicios ofrecidos; un hipervínculo a los estados financieros más recientes del promotor, además de las principales cifras y coeficientes financieros anuales del promotor en los últimos tres años.

La financiación se ha de solicitar por los promotores “en nombre propio”, tal y como establecen los arts. 46.1 y 49.b LFFE. Esta exigencia de financiación en nombre propio que, en cambio, no aparece expresamente recogida en el Reglamento, ha de entenderse, conforme a los términos de la Ley, en un doble sentido: de un lado, que la financiación ha de estar destinada exclusivamente al proyecto del promotor y no de un tercero por cuya cuenta actúen, y, de otro, que el proyecto financiado no puede consistir en la financiación profesional de terceros, sea mediante la concesión de créditos o de préstamos (art. 49.c.1º LFFE). El objetivo buscado con esta limitación es evitar que la plataforma intermedie entre promotores e inversores no finales de los proyectos y evitar que a través de este cauce se preste la actividad reservada a las entidades de crédito⁴³.

2.- Inversores

El art. 46.1 LFFE define a los inversores como “personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario”. El art. 1.i) del Reglamento ofrece una definición de inversor muy similar a la empleada por nuestro legislador al establecer que se entiende por inversor *toda persona física o jurídica que, a través de una plataforma de financiación participativa, conceda préstamos o adquiera valores negociables o instrumentos admitidos para la financiación participativa*. Se omite el dato del ánimo de lucro perseguido por el inversor, que recoge expresamente el art. 46.1 LFFE, si bien se entiende implícito en el propio concepto de inversor.

Los inversores son, junto con los promotores, el otro elemento personal necesario del crowdfunding que es la base de la actividad de las PFP. Los inversores son los destinatarios de los proyectos de financiación publicados en la plataforma y, según los

⁴² Este deber de suministrar toda la información de que se disponga se ha calificado de excesivo, vid. ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, “La propuesta de regulación de la inversión en masa o equity crowdfunding”, Diario La Ley, 28 de mayo de 2014, p. 5. Al respecto, vid. PALMA ORTIGOSA, “Los deberes de información en el crowdfunding. Especial atención a las plataformas de financiación participativa”, RDBB, nº 151, pp. 317 y ss.

⁴³ Vid. ZUNZUNEGUI, “Régimen jurídico de las plataformas...”, cit., pp. 16-17.

casos, los inversores en valores o los prestamistas que, con el ánimo de obtener un rendimiento en dinero, participan en la financiación del proyecto⁴⁴.

Siguiendo la clasificación común en el ámbito del derecho del mercado de valores entre inversores profesionales e inversores minoristas⁴⁵, tanto la LFFE como el Reglamento 2020/1503 distinguen diferentes categorías de inversores que participan en proyectos de financiación participativa. La LFFE distingue entre los que denomina como inversores no acreditados y los acreditados. Los primeros son financiadores de carácter minorista y no profesional, pequeños inversores, mientras que los segundos, son empresarios o proceden del mundo financiero, suelen ser especialista en el sector, a los que se exige que reúnan los requisitos establecidos en el art. 81 LFFE⁴⁶. Dado que los inversores son los sujetos que principalmente soportan el riesgo intrínseco que acompaña a la financiación participativa, la LFFE ha establecido un conjunto de medidas tendentes a mitigar y gestionar dichos riesgos, en concreto, limitando el volumen que cada proyecto puede captar a través de una PFP y la inversión máxima que un inversor no acreditado puede realizar, así como estableciendo unas rigurosas obligaciones de información para que toda decisión de inversión haya podido ser debidamente razonada⁴⁷. El Reglamento regula esta cuestión con más detalle.

El Reglamento establece una distinción entre inversores experimentados y no experimentados e introduce distintos niveles de protección de los inversores, adecuados a cada una de esas categorías. Las categorías de inversor acreditado y de inversor no acreditado recogidas por nuestro Derecho no coinciden exactamente con las del Reglamento europeo⁴⁸ porque, si bien establecen básicamente unos mismos requisitos, difieren los niveles de exigencia establecidos por cada norma.

El Reglamento, a diferencia del art. 81 LFFE que se limita a establecer los elementos necesarios para ser considerado como inversor acreditado, recoge en el Anexo II, una definición de inversor experimentado como aquel inversor, persona física o jurídica, *consciente de los riesgos asociados a la inversión en los mercados de capitales y con recursos suficientes para asumir dichos riesgos sin exponerse a consecuencias financieras excesivas*. A continuación, establece los requisitos que ha de reunir el inversor para ser calificado como inversor experimentado, distinguiendo según sea persona física o jurídica. En el caso de las personas jurídicas, ha de cumplir, al menos, uno de los siguientes criterios: recursos propios de al menos 100.000 euros, volumen de negocios neto de, al menos, 2.000.000 euros y balance de, al menos, 1.000.000 euros; si se trata de personas físicas, debe reunir, al menos, dos de los siguientes requisitos: ingresos brutos personales de, al menos, 60.000 euros por ejercicio fiscal o una cartera de instrumentos financieros superior a 100.000 euros, que trabaje o haya trabajado en el sector financiero,

⁴⁴ El término de “inversor” por el que optó el legislador fue objeto de crítica porque quizá hubiese sido más acertada la denominación de “financiadores”. Si bien se ha indicado (vid. ZUNZUNEGUI, “Régimen jurídico de las plataformas...”, cit., p. 18) que la elección del término es consecuente con la atribución a la CNMV de la supervisión de las PFP, puesto que la función principal que desarrolla este organismo es la de “la protección de los inversores” (art. 17.2 LMV).

⁴⁵ Esta distinción encuentra su fundamento en la clasificación entre clientes profesionales y clientes minoristas que se establece en la Directiva 2014/65/UE.

⁴⁶ Respecto a los distintos tipos de inversores que contempla la LFFE en relación con las operaciones de financiación participativa, vid. FLORES SEGURA, “La tipología de inversores en las operaciones de financiación participativa o crowdfunding”, RDBB, nº 150, pp. 89 y ss.

⁴⁷ Vid. p. 5 de la Exposición de Motivos de la LFFE.

⁴⁸ Vid. PALÁ LAGUNA, “Nuevo régimen de los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas: El Reglamento (UE) 2020/1503, de 7 de octubre https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2020/10/Nuevo_Regimen_proveedores_europeos.pdf”, p. 3.

al menos, durante un año en un puesto profesional que le suponga conocimiento de las operaciones previstas, y que haya realizado operaciones de volumen significativo en los mercados de capitales con una frecuencia media de 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores.

Los inversores no experimentados reciben un tratamiento diferenciado por parte del Reglamento al establecer una serie de medidas dirigidas a otorgarles un adecuado nivel de protección. Estas medidas básicamente son tres: la obligación de los proveedores de servicios de financiación participativa de llevar a cabo una prueba inicial de conocimiento a los inversores no experimentados, el establecimiento de deberes de información más riguroso respecto de estos inversores y el reconocimiento de un derecho de reflexión a favor de los inversores no experimentados.

Dado que los productos financieros comercializados en plataformas de financiación participativa no son los mismos que los productos de inversión o productos de ahorro tradicionales, es necesario garantizar que los inversores no experimentados comprendan el nivel de riesgo aparejado a las inversiones de financiación participativa y para ello el art. 21 del Reglamento obliga a los proveedores de servicios de financiación participativa a llevar a cabo una prueba inicial de conocimiento, un test de idoneidad⁴⁹, a los potenciales inversores no experimentados que permita evaluar si los servicios ofrecidos son adecuados para tales inversores. En el caso de que los proveedores de servicios de financiación participativa, y a la vista de la información facilitada por los potenciales inversores no experimentados, consideren que éstos carecen de conocimientos, capacidades o experiencia suficientes, o, incluso, si no se les facilita la información requerida, los prestadores de estos servicios informarán a dichos inversores de que los servicios ofrecidos en sus plataformas de financiación participativa pueden ser inadecuados para ellos y les advertirán del riesgo e, incluso de la posibilidad de pérdida de la totalidad del dinero invertido (art. 21.4 del Reglamento). A pesar de la advertencia, no se les impide invertir en proyectos de financiación participativa (art. 21.6 *in fine* del Reglamento), pero los inversores no experimentados deberán reconocer expresamente que han recibido y comprendido la advertencia emitida por el proveedor de servicios de financiación participativa⁵⁰.

Por lo que respecta a la información que debe facilitarse a los potenciales inversores no experimentados, los arts. 19.2 y 23.6 del Reglamento exigen que los proveedores de servicios de financiación participativa informen debidamente a los potenciales inversores no experimentados de que los valores negociables o los instrumentos admitidos para la financiación participativa adquiridos a través de su plataforma de financiación participativa no están cubiertos por el sistema de indemnización de los inversores establecido conforme a la Directiva 97/9/CE. Asimismo, deben informar de que la prestación de servicios de financiación participativa por ellos no constituye una recepción de depósitos en el sentido del art. 2.1, punto 3, de la Directiva

⁴⁹ Vid. PALÁ LAGUNA, “Nuevo régimen...”, cit., p. 4.

⁵⁰ A estos efectos señala el Considerando 46 del Reglamento que *habida cuenta de los riesgos que entrañan los proyectos de financiación participativa, los inversores no experimentados deberían evitar exponerse de forma excesiva a los mismos. Existe un riesgo considerable de perder partes importantes de las cantidades inicialmente invertidas o incluso perderlas en su totalidad. Por lo tanto, conviene fijar las cantidades máximas que los inversores no experimentados pueden invertir en cada proyecto, sin salvaguardias adicionales. Por el contrario, estas cantidades máximas no deben limitar a aquellos inversores experimentados que cuenten con la experiencia, los conocimientos o la capacidad financiera necesarias, o con una combinación de todos estos elementos.*

2014/49/UE, por lo que no están cubiertos por el sistema de garantía de depósitos establecido conforme a dicha Directiva.

Además, en la ficha de datos fundamentales de la inversión que los proveedores de servicios de financiación participativa han de facilitar a los inversores potenciales, se ha de incluir una cláusula de exención de responsabilidad conforme al siguiente tenor: *La presente oferta de financiación participativa no ha sido verificada ni aprobada por las autoridades competentes ni por la AEVM. La idoneidad de su experiencia y conocimientos no se ha evaluado necesariamente antes de que se le concediera acceso a esta inversión. Al realizar esta inversión, usted asume plenamente el riesgo que comporta, incluido el de pérdida total o parcial del dinero invertido* [art. 23.6.b) del Reglamento]. Asimismo, en aras de la mayor protección del inversor no experimentado, la ficha de datos fundamentales de la inversión debe incluir la siguiente advertencia: *Invertir en este proyecto de financiación participativa entraña riesgos, incluido el de pérdida total o parcial del dinero invertido [...] Es posible que no obtenga rendimiento alguno de su inversión. No se trata de un producto de ahorro y recomendamos no invertir más del 10% de su patrimonio neto en proyectos de financiación participativa. Es posible que no pueda vender los instrumentos de inversión cuando lo desee. Aun cuando pueda venderlos, podría sufrir pérdidas* [art. 23.6.c) del Reglamento].

La obligación de información al inversor no experimentado se refuerza en aquellos casos en los que acepte una oferta de financiación que suponga una inversión superior a 1.000 euros o al 5% del patrimonio neto del inversor (el más elevado). En estas circunstancias, el proveedor de servicios de financiación participativa, antes de la aceptación por parte del inversor, debe enviarle una advertencia de riesgo, exigirle que demuestre que entiende la inversión y sus riesgos y requerirle su consentimiento expreso (art. 21.7 del Reglamento).

Otro de los instrumentos que ofrece el Reglamento para proteger a los inversores no experimentados consiste en concederles un período de reflexión que les permita retractarse de una oferta de inversión o de una manifestación de interés en una oferta concreta de financiación participativa sin necesidad de justificación y sin que se le aplique una penalización. En efecto, aunque la Ley 22/2007, de 11 de julio sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores no otorga un derecho de desistimiento al consumidor en la contratación de servicios financieros a distancia, el Reglamento europeo reconoce este derecho al inversor no experimentado⁵¹ que podrá revocar su oferta de inversión o la manifestación de interés en la oferta de financiación participativa durante un período de cuatro días desde su emisión por parte del potencial inversor no experimentado (art. 22.2 y 3 del Reglamento). En el caso de la gestión individualizada de carteras de préstamos, este derecho sólo procede respecto al mandato de inversión inicial otorgado por el inversor no experimentado y no a las inversiones en préstamos específicos realizadas en el marco de dicho mandato (art. 22.7 del Reglamento). Sobre los proveedores de servicios de financiación participativa pesa la obligación de informar a los inversores no experimentados sobre el período de reflexión que les concede el art. 22 del Reglamento, debiendo recoger esta información en un lugar destacado del soporte, incluidas las aplicaciones móviles y páginas web en que se haga la oferta (art. 19.3 del Reglamento).

⁵¹ Vid. PALÁ LAGUNA, “Nuevo régimen...”, cit., p. 5.

El Reglamento europeo no establece límites a la inversión por parte de inversores no experimentados, únicamente requiere, como hemos visto anteriormente, para inversiones que superan unos límites, especiales obligaciones de información por parte del proveedor de servicios de financiación participativa. En el Derecho español, en cambio, se establecen actualmente límites a la inversión en proyectos publicados en plataformas de financiación participativa por parte de los inversores no acreditados (art. 82 LFFE).

VI.- Elementos funcionales

Estrechamente unido al concepto de PFP, resulta necesario delimitar el conjunto de servicios o actividades que van a desarrollar estas plataformas.

El art. 51 LFFE se ocupa de concretar el ámbito de la actividad de las PFP estableciendo un conjunto de servicios, unos de carácter necesario y, otros, calificados como auxiliares a la actividad principal de las PFP. El Reglamento 2020/1503, a diferencia de la LFFE, no contiene una norma específica que describa los distintos servicios que pueden prestar los proveedores de servicios de financiación participativa si bien éstos se deducen de su articulado. En uno y otro caso, el conjunto de los servicios que pueden prestar las PFP es muy amplio y variado, lo que permite la existencia de PFP con un objeto social diferenciado, siempre que se presten los servicios principales a los que aluden ambas normas.

Del examen de las normas contenidas tanto en la LFFE como en el Reglamento europeo se distingue, en primer lugar, lo que podríamos calificar como contenido necesario de la actividad desplegada por las PFP, esto es, los servicios que necesariamente, como núcleo mínimo e imprescindible, deben prestar estas plataformas; y, en segundo lugar, lo que calificaremos como contenido voluntario de la actividad de las PFP, es decir, la prestación de un conjunto variado de servicios de carácter auxiliar que voluntariamente estas plataformas pueden asumir entre sus funciones.

1.- Contenido necesario.

El contenido mínimo e imprescindible de la actividad que van a desarrollar las PFP se concreta en la prestación del denominado servicio de financiación participativa que consiste en gestionar una plataforma digital abierta al público, con objeto de poner en contacto o facilitar el contacto a inversores o prestamistas potenciales con empresas que busquen financiación. Este servicio de financiación participativa puede adoptar dos modalidades básicas: la forma de préstamo (financiación participativa de crédito⁵²) o la de adquisición de valores negociables o de otros instrumentos admitidos para la financiación participativa (financiación participativa de inversión⁵³). El Reglamento

⁵² El considerando 11 del Reglamento dispone que [...] *el presente Reglamento debe aplicarse a los servicios de financiación participativa que consistan en facilitar la concesión de préstamos, incluidos servicios como la presentación de ofertas de financiación participativa a clientes, y la determinación de precios o la evaluación del riesgo de crédito de los proyectos de financiación participativa o de los promotores de proyectos. La definición de servicios de financiación participativa debe dar cabida a diferentes modelos de negocio que permitan que se cierre un acuerdo de préstamo entre uno o más inversores y uno o más promotores de proyectos a través de una plataforma de financiación participativa* [...].

⁵³ El considerando 13 del Reglamento establece que *en lo que respecta a la financiación participativa de inversión, la negociabilidad es una salvaguarda importante para que los inversores puedan desprenderse*

exige que tanto en la solicitud de la autorización para operar como proveedor de servicios de financiación participativa, como en el registro de proveedores de tales servicios, se hagan constar los servicios que el futuro proveedor de servicios de financiación participativa planea prestar [arts. 12.2.d) y 14.2.d) del Reglamento].

La LFFE y el Reglamento 2020/1503 recogen una noción amplia de las plataformas que describe la actividad empresarial que despliegan, concretada en la prestación del servicio de financiación participativa, y en el que destacan dos elementos claves, por un lado, la posición intermediadora que las plataformas desarrollan frente a los promotores y a los inversores; y, de otro, el factor electrónico como elemento clave de su actividad.

El contenido esencial de la actividad que despliegan las PFP se concreta en el art. 51.1 LFFE en dos tipos de servicios: la recepción, selección y publicación de proyectos de financiación participativa de los promotores [art. 51.1.a) LFFE]; y el desarrollo, establecimiento y explotación de canales de comunicación para facilitar la contratación de la financiación entre inversores y promotores [art. 51.1.b) LFFE]. Tanto uno como otro servicio se prestan a favor de inversores y promotores⁵⁴. En el mismo sentido, el Reglamento, al definir en el art. 1 el concepto de servicio de financiación participativa, señala que éste consiste en conectar los intereses de inversores y promotores de servicios de financiación participativa mediante la explotación y gestión de un sistema de información basado en internet.

Esta delimitación del contenido necesario de la actividad de las PFP, concretado en estos dos servicios de admisión de proyectos y de contratación participativa, resulta acorde con los rasgos contenidos en el art. 46.1 LFFE que definen el concepto legal de PFP y en el art. 1 del Reglamento al precisar qué se entiende por proveedor de servicios de financiación participativa: de un lado, la posición de intermediación que las PFP ocupan entre los inversores y los promotores, que claramente se pone de manifiesto en la prestación del servicio de recibir, seleccionar y publicar los proyectos de financiación participativa y en el servicio de contratación participativa; y, de otro, el factor electrónico, como elemento clave del concepto de PFP, que se traduce en el servicio de desarrollar, establecer y explotar canales de comunicación que posibiliten la contratación participativa.

El primero de los servicios necesarios consiste en la recepción, selección y publicación de proyectos de financiación participativa. Las PFP tienen encomendada legalmente la tarea no sólo de recibir y publicar los proyectos de los promotores sino, además, la función de seleccionar entre los proyectos recibidos aquéllos que consideren idóneos para su publicación y financiación a través de la plataforma. La LFFE y el Reglamento europeo no establecen el procedimiento de selección que las PFP deben implantar, si bien sí ofrecen distintas pautas para llevar a cabo esta función, así el art. 66.1 LFFE establece un deber de diligencia por parte de las PFP en la evaluación de los proyectos de financiación y el art. 61.1.a) LFFE recoge, entre la información que las PFP deben incluir en su página web, “la forma de selección de los proyectos de financiación

de su inversión, dado que les brinda la posibilidad de dar salida a su inversión en los mercados de capitales. Por tanto, el presente Reglamento regula y permite los servicios de financiación participativa relacionados con valores negociables [...].

⁵⁴ En sentido contrario, vid. ZUNZUNEGUI, “Régimen jurídico de las plataformas...”, cit., p. 10, para quien el servicio de admisión de proyectos se presta al promotor.

participativa, la forma en la que se recibe y trata la información suministrada por los promotores y los criterios para su publicación, que deberán ser homogéneos y no discriminatorios”. En el mismo sentido, el Considerando 18 del Reglamento establece que los proveedores de servicios de financiación participativa *deben aplicar garantías para que los proyectos de sus plataformas se seleccionen de forma profesional, imparcial y transparente*. El art. 5 del Reglamento recoge también un deber de diligencia de las plataformas respecto de los promotores de los proyectos que propongan.

A la vista del régimen legal podemos concluir que las PFP disponen de un amplio margen de libertad para desarrollar esta función de selección de los proyectos, que puede consistir en establecer unos criterios de admisión de proyectos que se limiten a la verificación del cumplimiento de los criterios y requisitos legales, o bien, además, que se sometan a un proceso de selección interna en el que se valore la calidad, la viabilidad o el éxito del proyecto. Ésta última parece ser la posición mantenida por el Reglamento en el que, junto a la labor de selección de los proyectos, los proveedores de servicios de financiación participativa tienen encomendada la tarea de supervisar la viabilidad de los proyectos presentados; así, el art. 4 del Reglamento exige a las plataformas el establecimiento de sistemas y controles adecuados que permitan evaluar los riesgos del proyecto de financiación participativa propuesto a través de la plataforma. En el caso de inversores no experimentados, los proveedores de servicios de financiación participativa deberán indicar, antes de darle acceso para invertir, si los proyectos ofrecidos son o no adecuados para ellos (art. 21.1 del Reglamento). En cambio, la LFFE no considera este servicio como esencial sino como servicio auxiliar. El art. 51.2.b) LFFE recoge como servicio auxiliar que pueden prestar las PFP “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”⁵⁵. En uno u otro caso, lo importante es que la PFP disponga de unos criterios de selección de proyectos que habrá de publicar en su página web [art. 61.1.a) LFFE] y que habrán de aplicar y cumplir con la debida diligencia (art. 66.1 LFFE).

En todo caso, las plataformas tienen la obligación de comunicar a la autoridad competente los proyectos financiados a través de la plataforma. Así, el art. 91 LFFE establece la obligación de las PFP de remitir a la CNMV al cierre de cada ejercicio una memoria que contenga información sobre los proyectos publicados, así como sobre los que no han sido seleccionados para su publicación junto con las razones que lo han motivado, lo que permite a la CNMV verificar el cumplimiento por parte de las PFP de los criterios de admisión establecidos. El art. 16 del Reglamento establece que el proveedor de servicios de financiación participativa debe comunicar a la autoridad competente que le concedió la autorización para operar, de forma anual y con carácter confidencial, la lista de proyectos financiados junto con la información detallada de cada

⁵⁵ Se ha apuntado la posibilidad de que las PFP opten por modelos centralizados donde la decisión de selección se base en una política de selección interna elaborada por la PFP; o bien por modelos descentralizados en los que el procedimiento de selección se base en las opiniones y recomendaciones (community-based recommender systems) de otros usuarios (vid. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, “Las plataformas de financiación participativa...”, cit., p. 11).

uno de ellos. La autoridad competente debe dar traslado de esta información a la AEVM (art. 16.2 del Reglamento)⁵⁶.

Respecto a la publicación de los proyectos de financiación participativa, el art. 27.2 *in fine* del Reglamento, exige que la información contenida en las comunicaciones publicitarias debe ser imparcial, clara, no engañosa y congruente con la información facilitada en la ficha de datos fundamentales de la inversión. Los arts. 70 a 73 LFFE establecen los deberes de información a los que habrá de ajustarse la publicación de los proyectos de financiación participativa ofertados por las plataformas.

El segundo de los servicios necesarios consiste en el desarrollo, establecimiento y explotación de canales de comunicación para facilitar la contratación de la financiación entre inversores y promotores⁵⁷. Las PFP deben crear, gestionar y explotar el entorno electrónico a través de la red que permita la interacción entre promotores e inversores mediante la selección y publicación de los proyectos de los promotores y la realización de las operaciones de financiación por los inversores. La descripción de los canales de comunicación empleados por la PFP debe recogerse entre las reglas de funcionamiento de la plataforma que el art. 61.1.a) LFFE obliga a publicar en su página web.

2.- Contenido voluntario.

Junto al contenido mínimo de la actividad a desarrollar por las PFP, concretado en la prestación del denominado servicio de financiación participativa, tanto la LFFE como el Reglamento recogen una serie de servicios, de prestación no obligatoria, que pueden ofrecer estas plataformas.

El art. 51.2 LFFE establece un listado abierto de servicios no esenciales que las plataformas pueden asumir. Entre estos servicios se encuentran algunos que se desarrollan en la fase previa de la publicación de los proyectos en la plataforma, como serían, el asesoramiento a los promotores en relación con la publicación del proyecto en la plataforma incluyendo servicios en las áreas de tecnología de la información, marketing, publicidad y diseño [art. 51.2.a) LFFE], y servicios de análisis de los proyectos de financiación participativa que permitan a la PFP determinar el nivel de riesgo de cada proyecto, junto con otras variables, para que los inversores puedan adoptar una decisión al respecto [art. 51.2.b) LFFE]. Asimismo, se prevé la habilitación de canales de comunicación a distancia entre inversores y promotores durante todo el proceso [art. 51.2.c) LFFE]⁵⁸, así como la posibilidad de transmitir a los inversores la información sobre la evolución del proyecto o de acontecimientos societarios relevantes que sea facilitada por el promotor [art. 51.2.e)]. También se recoge la posible prestación de un conjunto de servicios jurídicos como sería la puesta a disposición de modelos de contratos necesarios para la participación en los proyectos [art. 51.2.d) LFFE]; la posibilidad de

⁵⁶ El art. 16.3 del Reglamento encomienda a la AEVM la elaboración de proyectos de normas técnicas de ejecución para establecer las normas, formatos de los datos, plantillas y procedimientos para la información que ha comunicarse conforme al art. 16, antes del 10 de noviembre de 2021.

⁵⁷ El considerando 12 del Reglamento dispone que, *para prestar sus servicios, los proveedores de servicios de financiación participativa utilizan sistemas de información accesibles al público por internet, entre los que se encuentran los que requieren el registro del usuario.*

⁵⁸ Como acertadamente ha señalado RODRÍGUEZ DE LAS HERAS (vid. “Las plataformas de financiación participativa...”, cit., p. 12), podría indicarse que este servicio auxiliar estaría parcialmente incluido en el servicio de prestación obligatoria del art. 51.1.b) LFFE. Parece que el legislador ha querido añadir a este servicio auxiliar una dimensión temporal de forma que se ofrezcan canales de comunicación entre inversor y promotor que se extiendan más allá de las fases iniciales, que permita y facilite el seguimiento del proyecto por los inversores.

que las plataformas formalicen los contratos de préstamo y de suscripción de participaciones actuando en representación de los inversores (art. 51.3 LFFE); y el servicio de reclamación judicial y extrajudicial de los derechos de crédito, en representación de los inversores o en nombre propio, como cesionarios de los derechos [art. 51.2.f) LFFE].

El Reglamento recoge tres servicios opcionales que pueden prestar los proveedores de servicios de financiación participativa: la prestación de servicios de custodia de activos de clientes, de servicios de pago y el servicio de gestión individualizada de carteras de préstamos.

La prestación de servicios de pago puede hacerla directamente el proveedor de servicios de financiación participativa por sí mismo o bien externalizar este servicio a un tercero autorizado. Si la asume la plataforma, el Reglamento advierte expresamente que la autorización para prestar servicios de financiación participativa no equivale a una autorización para prestar también servicios de pago, por lo que el proveedor de servicios de financiación participativa deberá reunir asimismo la condición de proveedor de servicios de pago en los términos de la Directiva 2015/2366/UE (art. 10.4 del Reglamento). Los proveedores de servicios de financiación participativa podrán custodiar los valores negociables y los instrumentos admitidos para la financiación participativa que se puedan consignar en una cuenta de instrumentos financieros o que puedan entregarse físicamente al depositario. En tal caso, deben disponer de una autorización conforme a lo dispuesto en las Directivas 2013/36/UE ó 2014/65/UE (art. 10.3 del Reglamento)⁵⁹. Asimismo, los proveedores de servicios de financiación participativa pueden ofrecer un servicio de gestión individualizada de cartera de préstamos conforme al mandato recibido del inversor en el que se especificarán los términos de prestación del servicio (art. 6 del Reglamento).

3.- Contenido prohibido.

La delimitación del ámbito de la actividad de las PFP se concluye con la exposición de aquellos servicios que no pueden ser ofrecidos por estas plataformas.

El art. 52 LFFE establece, por un lado, que las PFP no pueden ejercer las actividades reservadas a otras entidades autorizadas como las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito y las entidades de pago (art. 52.1 y 3 y 61.1.c LFFE); y, por otro, recoge un listado de servicios prohibidos para las PFP. Con esta norma, el legislador español ha tratado de perfilar los contornos de la actividad de estos intermediarios financieros delimitándola respecto de la actividad reservada a otros intermediarios. En concreto, las PFP tienen prohibido prestar los servicios de recepción, transmisión o ejecución de órdenes o mandatos de clientes cuando los proyectos de financiación participativa se instrumenten a través de la emisión o suscripción de obligaciones, acciones u otros valores representativos de capital [art. 52.1.a) LFFE]. No pueden recibir fondos por cuenta de inversores y promotores, salvo con la finalidad de pago y contando con la preceptiva autorización de entidad de pago híbrida [art. 52.1.b) LFFE]. El considerando 9 del Reglamento establece que *debe prohibirse a los proveedores de servicios de financiación participativa que obtengan depósitos u otros fondos reembolsables del público, salvo que posean autorización como entidades de*

⁵⁹ La LFFE ya contemplaba la posibilidad de que las PFP puedan ampliar o extender su actividad a la prestación de servicios de pago, contando para ello con la preceptiva autorización para operar como entidad de pago híbrida [art. 52.1.b) LFFE]. Al respecto, vid. GARCÍA-PITA, “Nuevas formas de financiación empresarial...”, cit., pp. 210 y ss.

crédito con arreglo al art. 8 de la Directiva 2013/36/UE. Tampoco pueden recibir activos de los promotores en garantía del cumplimiento de las obligaciones de dichos promotores frente a los inversores [art. 52.1.c) LFFE].

En ningún caso, las PFP podrán gestionar las inversiones en los proyectos de financiación participativa, asesorar a los inversores sobre los proyectos, conceder créditos o préstamos a los inversores o promotores, salvo lo previsto en el art. 63 LFFE. Aclara en este punto el Reglamento, en el considerando 21, que *la existencia de herramientas de filtrado en una plataforma de financiación participativa en virtud del presente Reglamento no debe considerarse un asesoramiento en materia de inversión regulado en la Directiva 2014/65/UE, en tanto esas herramientas proporcionen información a los clientes de una manera neutral que no constituye una recomendación. Tienen prohibido garantizar a los promotores la captación de fondos y establecer mecanismos de inversión automáticos que pudieran precipitar las decisiones (art. 52.2 LFFE).*