

## NUEVA REGULACIÓN SOBRE LA FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA O CROWDFUNDING EN EL PROYECTO DE LEY, DE 17 DE OCTUBRE DE 2014, DE FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

### Nueva regulación sobre la financiación participativa o *crowdfunding* en el Proyecto de Ley, de 17 de octubre de 2014, de fomento de la financiación empresarial

El Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial publicado en el Boletín Oficial de las Cortes Generales el pasado 17 de octubre de 2014, y presentado ante el Senado el 23 de enero de 2015, da carta de naturaleza, por vez primera en España, a la novedosa forma de financiación *crowdfunding* o financiación participativa, que, hasta el momento, sigue siendo un fenómeno atípico en el Derecho español y comunitario. No obstante, el Proyecto de Ley solo regula dos de las múltiples manifestaciones en las que se puede materializar el *crowdfunding*: el *debt crowdfunding* y el *equity crowdfunding*. La regulación ha tenido en cuenta el protagonismo de las plataformas de financiación participativa en este tipo de proyectos, estableciendo su régimen jurídico, su obligación de obtener autorización y de registrarse en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la reserva de actividad a su favor y las normas de conducta que debe observar. Por su parte, el Proyecto de Ley también se ocupa de determinar los requisitos aplicables a los promotores y a cada tipo de proyecto, así como de establecer las reglas de protección de los inversores.

#### PALABRAS CLAVE

Financiación participativa, *start-up*, *pyme*, plataforma, financiación empresarial.

### New Regulation on Crowdfunding in bill, dated 17 October 2014, on Promotion of Enterprise Financing

The Draft Bill on promotion of enterprise financing, published on the Official Bulletin of the Parliament last 17 October 2014, and submitted to the Senate on 23 January 2015, regulates, for the first time in Spain, the new way of financing *crowdfunding* that until this moment continues being a non-regulated phenomenon under Spanish and EU Law. However, the Bill only contemplates two of the several typologies of *crowdfunding*: the *debt crowdfunding* and the *equity crowdfunding*. The regulation has taken into account the main role of the *crowdfunding* platforms in this type of projects, establishing their legal status, their obligation to obtain authorization from and be registered with the National Commission for Securities Market (CNMV), restriction of activity in their favor and a code of conduct. In addition, the Draft Bill also determines the requirements applicable to the project creators and to the projects, as well as establishes the rules for investors' protection.

#### KEY WORDS

*Crowdfunding*, *start-up*, SME, platform, entrepreneurial finance.

Fecha de recepción: 15-1-2015

Fecha de aceptación: 30-1-2015

## INTRODUCCIÓN

La financiación participativa, más conocida por su denominación en inglés *crowdfunding*, es una forma alternativa y novedosa de financiación de proyectos empresariales que surgió en los Estados Unidos a finales del pasado siglo. En sus inicios, esta forma de financiación consistía principalmente en donaciones ofrecidas por parte de personas interesadas en determinados proyectos musicales o cinematográficos para la financiación de tales proyectos. Con el tiempo, y gracias al auge de la sociedad de la información, el *crowdfunding* ha ido ampliando su alcance, desarrollando así otras figuras y proyectos cuyas características son afines a esta idea de «contribución en masa», tales como el *crowdfunding*, el *crowdsourcing* o el *crowdeverything*.

Durante la última década, debido al difícil acceso al mercado de capital tradicional, especialmente por parte de *pymes* y *start-ups*, el *crowdfunding* ha ganado mucha popularidad entre estos pequeños o nuevos «jugadores» del mercado, hasta convertirse en la actualidad en una importantísima fuente de financia-

ción para ellos, en particular para los proyectos de I+D, *start-ups* de base tecnológica o con modelos de negocio innovadores y de alto valor de crecimiento, proyectos de entretenimiento o proyectos de venta al por menor.

Es más, el *crowdfunding* ya no solo sirve a la finalidad de la financiación de proyectos, sino que también se utiliza como una forma de prueba o test del éxito potencial que podría conseguir un determinado proyecto en vista de las respuestas que se obtienen del público al lanzar la solicitud de fondos. Es por ello por lo que, hoy en día, muchos *business angels* exigen que un proyecto sea «validado» mediante el éxito en la solicitud de fondos vía *crowdfunding* para poder prestarle su apoyo.

Sin embargo, este crecimiento del *crowdfunding* en el plano fáctico no ha sido secundado por los legisladores en el plano jurídico. En España, hasta la llegada del Proyecto de Ley, de 17 de octubre de 2014, remitido al Senado el 23 de enero de 2015 con algunos ajustes, de fomento de la financiación empresarial (en adelante, el «Proyecto de Ley»), no

ha habido ningún esfuerzo legislativo o reglamentario en este sentido, si bien parece que la doctrina ha alcanzado un consenso en cuanto a la aplicabilidad de la normativa reguladora de la sociedad de la información al *crowdfunding* para los aspectos formales, no así en cuanto a la aplicabilidad de la demás normativa de índole sustantivo, lo cual es comprensible teniendo en cuenta la gran casuística y diversidad de elementos contractuales que presenta este tipo de financiación, que dificulta su encuadre en las diversas figuras contractuales típicas y análogas existentes en la legislación vigente.

### EL CROWDFUNDING: CARACTERÍSTICAS BÁSICAS, TIPOLOGÍA Y AGENTES

Según el documento de consulta de 3 de octubre de 2013 de la Comisión Europea de título *Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action*, el *crowdfunding* es una fórmula alternativa y emergente de financiación que conecta directamente a aquellos que puedan dar, prestar o invertir dinero con aquellos que necesitan financiación para un determinado proyecto a través del uso del internet. Se trata, pues, de una forma no intermediada de inversión en la que el solicitante de fondos o el promotor anuncia su proyecto y su concreta necesidad de financiación en internet a través de una plataforma informática y ofrece la posibilidad de que terceros realicen aportaciones al proyecto descrito, en su caso, a cambio de una contrapartida por dichas aportaciones. Generalmente, se establece además un objetivo de financiación y un plazo límite para obtenerlo, y, en caso de no cumplirse dicho objetivo en el plazo establecido, se devolvería la financiación a los respectivos aportantes.

Dependiendo de la característica de la contrapartida que se le ofrece al aportante de fondos, las operaciones de *crowdfunding* se pueden clasificar principalmente en los siguientes tipos:

- (i) *Donation crowdfunding*: los aportantes no recibirán ninguna contrapartida significativa.
- (ii) *Reward crowdfunding*: los aportantes reciben una recompensa de cierto valor, usualmente, un derecho de compra del producto desarrollado por el proyecto a un menor precio.
- (iii) *Debt crowdfunding*: las aportantes conceden préstamos al promotor y obtienen un rendimiento por los préstamos concedidos.
- (iv) *Equity crowdfunding*: los aportantes participan en el negocio del promotor a través de la suscrip-

ción de acciones, participaciones u otros valores representativos de capital y obligaciones.

Los agentes que intervienen en las operaciones de *crowdfunding* son típicamente tres: por un lado, el promotor, que es la persona (suele ser una o varias personas físicas, pero también pueden ser personas jurídicas) que tiene un proyecto empresarial en mente y decide lanzarlo al mercado con campañas de *marketing* para conseguir financiación a través del *crowdfunding*; por otro, los potenciales aportantes de fondos o inversores que tienen la intención de participar económicamente para que el proyecto empresarial se realice; y, finalmente, la plataforma, que presta servicios de comunicación a través de su sitio web, donde, en su caso, el promotor puede publicar la campaña y recaudar los fondos.

Actualmente, aunque también pueden existir casos particulares de proyectos de *crowdfunding* que se lleven a cabo sin una plataforma profesional, sino a través de la página web del propio proyecto o una plataforma creada por el propio promotor, lo cierto es que en la inmensa mayoría de los casos, se suelen contratar plataformas profesionales para asegurar un mayor éxito de las campañas. Ello se debe a que las plataformas profesionales han ido adquiriendo datos e información sobre el mercado, así como un profundo conocimiento sobre los inversores y los canales de comunicación, que al promotor le costaría mucho obtener de otra forma. De ahí se deriva el papel fundamental de estas plataformas profesionales, que motivó que el Proyecto de Ley regulara este fenómeno fundamentalmente partiendo del régimen de estas plataformas.

### EL PROYECTO DE LEY

Antes de adentrarnos en la regulación concreta del Proyecto de Ley, conviene aclarar que, si bien tanto el *donation crowdfunding* (que puede asimilarse al negocio de la donación) como el *reward crowdfunding* (que según sea el caso puede considerarse como una compraventa o un *negotium mixtum cum donatione*) tienen sus particularidades e intereses, el Proyecto de Ley solo se ha ocupado de regular los supuestos de *debt crowdfunding* y *equity crowdfunding* por considerarlos, según su exposición de motivos, «las figuras en las que prime el componente financiero de la actividad, o dicho de otro modo, en las que el inversor espera recibir una remuneración dineraria por su participación».

En cuanto al contenido de la regulación, el Proyecto de Ley aborda este fenómeno desde una triple dimensión: en primer lugar, el régimen jurídico de

las plataformas de financiación participativa; en segundo lugar, la autorización, registro y reserva de actividad a favor de dichas plataformas; y, por último, la normativa aplicable a cada uno de los agentes implicados en este canal de financiación, incluyendo los límites de las actividades permitidas y unas reglas de protección de los inversores no cualificados, tal y como se definen en el Proyecto de Ley.

### Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa

La regulación sobre el régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa tiene por objeto la minimización del riesgo al que se enfrentan los inversores y los promotores frente a la plataforma, la cual debe asegurar su neutralidad.

Para ello, en primer lugar, se ofrece una delimitación del alcance de este régimen, que solo se aplica a *«empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores»* y que además ejerzan la actividad en España. Se excluyen expresamente aquellas empresas cuya financiación captada por los promotores sea exclusivamente a través de donaciones, venta de bienes y servicios, y préstamos sin intereses.

En segundo lugar, se establece una reserva de actividad y denominación a favor de estas empresas calificadas que son las únicas que puedan ejercer la actividad descrita y utilizar la denominación «plataforma de financiación participativa» o su abreviatura «PFP».

Por último, en cuanto a la actividad que desarrollan las plataformas de financiación participativa, cabe destacar lo siguiente:

- El inversor podrá ser una persona física o jurídica que invierta de forma profesional o particular.
- El destino de la financiación captada solo puede ser de tipo empresarial, formativo o de consumo, excluyéndose expresamente la financiación profesional de terceros, suscripción o adquisición de instrumentos financieros admitidos a negociación y de acciones y participaciones de cualquier tipo de institución de inversión colectiva o de sus sociedades gestoras.

- La financiación podrá instrumentarse mediante la suscripción o emisión de un amplio abanico de instrumentos de capital (*equity crowdfunding*) y de deuda (*debt crowdfunding*), con el límite de que (i) no les sea exigible la emisión de folleto informativo conforme a la normativa del Mercado de Valores y (ii), si participan inversores no acreditados, los valores no podrán incorporar un derivado implícito.
- Se enumeran, sin ánimo exhaustivo, los servicios que pueden prestar las plataformas de financiación participativa, siendo obligatorios, por un lado, los de recepción, selección y publicación de proyectos y, por otro, los de desarrollo, establecimiento y explotación de canales de comunicación para facilitar la contratación de la financiación. Se prohíbe que las plataformas puedan ejercer actividades reservadas a empresas de servicio de inversión y a entidades de crédito, tales como dar asesoramiento financiero, gestionar discrecional e individualizadamente las inversiones o conceder crédito o préstamos. Tampoco podrán ejercer las actividades reservadas a las entidades de pago, salvo que hayan obtenido la correspondiente autorización.

### Autorización, registro y demás requisitos para el ejercicio de la actividad

El ejercicio de la actividad por las plataformas de financiación participativa está sujeto a la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la «CNMV») y a la inscripción en el registro que esta habilite al efecto.

Se establecen los siguientes requisitos para el ejercicio de la actividad:

- (i) Tener por objeto social exclusivo la realización de las actividades que sean propias a las plataformas de financiación participativa.
- (ii) Tener su domicilio social en España o en otro Estado miembro de la Unión Europea.
- (iii) Constituirse como una sociedad de capital y por tiempo indefinido.
- (iv) Cumplir con los requisitos financieros siguientes: (a) disponer de un capital social mínimo de 60.000 euros, sustituible por una garantía con cobertura mínima de 300.000 euros por reclamación de daños y 400.000 euros anuales para todas las reclamaciones; y (b) disponer de unos recursos propios que varían según la fi-

nanciación obtenida por los proyectos publicados hasta un máximo de 2.000.000 de euros.

(v) Que los administradores y directores generales o asimilados de la plataforma cumplan determinados requisitos de honorabilidad, conocimientos y experiencia.

(vi) Otros requisitos sobre organización interna de la plataforma.

En la solicitud de autorización se deberán presentar, entre otros documentos, una relación de los socios con participación significativa en el capital social de la plataforma y una descripción de los procedimientos y sistemas por los que se harán llegar los fondos y la remuneración al promotor y al inversor, respectivamente.

El Proyecto de Ley también impone unas normas de conducta para las plataformas de financiación participativa, que incluyen, principalmente, obligaciones de información y reglas relativas a situaciones de conflictos de interés.

### Límites y normativas aplicables respecto del promotor y los proyectos

Antes de aceptar un proyecto, la plataforma tiene la obligación de identificar al promotor y de evaluar su adecuación a los requisitos que se establecen en el Proyecto de Ley, que en esencia pueden resumirse en la constitución o residencia en España o en un Estado miembro de la Unión Europea y no hallarse inhabilitado conforme a la legislación concursal, o estar cumpliendo condena por la comisión de delitos o faltas contra el patrimonio, el blanqueo de capitales, el orden socioeconómico, la Hacienda Pública y la Seguridad Social.

Para cada proyecto, la plataforma fijará un objetivo de financiación y un plazo límite. Si dentro del plazo límite no se alcanzara el objetivo de financiación o, en su caso, el 90% de él, o se superase dicho objetivo, la financiación captada será devuelta a los inversores. El límite máximo de captación de fondos por proyecto en una misma plataforma es de 2.000.000 de euros. Cuando los proyectos se dirijan exclusivamente a inversores acreditados, el importe máximo anterior podrá alcanzar los 5.000.000 de euros.

La plataforma garantizará que la información publicada en ella sea completa, y tiene la obligación de publicar toda otra información relevante que obre en su poder sobre el proyecto o los promotores. No

obstante, será el promotor el responsable frente a los inversores de la información proporcionada.

Tanto los préstamos como los valores se someterán al régimen jurídico que les sea de aplicación. En cuanto a los proyectos basados en préstamos, estos no podrán incorporar una garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual del promotor, y se deberá proporcionar información sobre las características esenciales del préstamo en cuestión. Con respecto a los proyectos basados en valores representativos de capital u obligaciones, se deberá informar a los inversores de los datos básicos de la sociedad y de los valores emitidos. En este caso, además, los estatutos sociales deberán regular los siguientes derechos de los socios: (a) derechos de asistencia a la junta por medios telemáticos; (b) derecho de representación en la junta por cualquier persona; (c) que los pactos parasociales que tengan por objeto el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que incidan de algún modo en la transmisibilidad de las acciones, participaciones sociales u otros valores representativos de capital habrán de ser comunicados inmediatamente a la propia sociedad y por esta al resto de socios.

### Protección del inversor

El Proyecto de Ley prevé una distinción entre inversores acreditados y no acreditados. En caso de proyectos basados en préstamos y participaciones, se considerarán inversores acreditados:

(i) Las personas físicas y jurídicas a las que se refieren los párrafos a), b) y d) del artículo 78 bis.3 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(ii) Los empresarios que individualmente reúnan, al menos dos de las siguientes condiciones: — que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 1.000.000 de euros; — que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 2.000.000 de euros; — que sus recursos propios sean iguales o superiores a 300.000 euros.

(iii) Las personas físicas que cumplan con las siguientes condiciones:

— acreditar unos ingresos anuales superiores a 50.000 euros, o bien un patrimonio financiero superior a 100.000 euros, y — solicitar ser considerados como inversores acreditados con carácter previo, y renunciar de forma expresa a su tratamiento como cliente no

acreditado. Dicha solicitud será evaluada por la plataforma, que podrá admitirla o rechazarla a la vista de la evaluación.

(iv) Las pequeñas y medianas empresas y personas jurídicas no mencionadas en los apartados anteriores cuando soliciten ser consideradas como inversores acreditados y renuncien de forma expresa a su tratamiento como cliente no acreditado.

En caso del resto de proyectos, también tendrán la consideración de inversores acreditados los que cuentan con asesoramiento financiero sobre los instrumentos de financiación en cuestión por parte de una empresa autorizada.

Los inversores no acreditados no podrán invertir más de 3.000 euros en un proyecto, o más de 10.000 euros en un periodo de doce meses en proyectos publicados por una misma plataforma de financiación participativa.

La plataforma deberá advertir a los inversores de los riesgos de la inversión, incluyendo la posibilidad de pérdida total de la inversión, de la no adhesión a ningún tipo de fondo de garantía de inversiones o de depósitos y de que los proyectos de financiación participativa no son objeto de autorización ni de supervisión por la CNMV ni por el Banco de España. También se les exigirá a los inversores que hagan determinadas manifestaciones expresas en este sentido.

Finalmente, se aplicará el derecho de protección de los consumidores y usuarios a las relaciones entre los promotores e inversores, y se aplicará la Ley 2/2009, de 31 de marzo, por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito, y la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo, según sea el caso, a la relación entre la plataforma de financiación participativa y el promotor, cuando este tenga la consideración de consumidor.

### Supervisión, inspección y sanciones

Estarán sujetas al régimen de inspección y sanciones, bajo la supervisión de la CNMV con la coope-

ración del Banco de España, las plataformas de financiación participativa y las restantes personas físicas y jurídicas que infringen las reservas de actividad y denominación.

Las infracciones se refieren principalmente al incumplimiento de cualquier sujeto responsable de la reserva de actividad y denominación, al incumplimiento por las plataformas de las normas de conducta, así como de sus obligaciones de información y protección del inversor.

Las sanciones se gradúan según la gravedad de la infracción, desde las infracciones leves, que son castigadas con multas dinerarias, hasta llegar a la posibilidad de imponer sanciones accesorias tales como la revocación de la autorización y prohibición durante un periodo determinado para solicitar la autorización cuando se incurra en infracciones muy graves.

### CONCLUSIONES

No cabe duda de que en el entorno en que vivimos, sea por una razón o por otra, el sistema financiero tradicional no se muestra suficiente para satisfacer las necesidades de crédito que tienen algunas empresas de pequeño tamaño o nuevo lanzamiento.

El *crowdfunding* se presenta así para las pequeñas y medianas empresas como un canal de financiación adicional. Además, el *crowdfunding*, como el primer motor para la inmensa mayoría de los *start-ups* tecnológicos, debe ser valorado como una excelente herramienta para dinamizar y renovar la economía española, una economía arraigada, quizás excesivamente, en los sectores tradicionales, que necesita precisamente de estos futuros líderes en un mundo irreversiblemente informatizado y tecnologizado.

El legislador se enfrenta, por lo tanto, con el doble reto de, por un lado, potenciar y promover el uso de esta fuente de financiación, y, por el otro, preservar la unidad y estabilidad del mercado financiero y proteger a los inversores que suelen asumir en estos proyectos de *crowdfunding* mucho más riesgo que los inversores en otros instrumentos de inversión colectiva.

YUSHI ZHOU\*

\* Abogado del Área de Mercantil de Uría Menéndez (Madrid).