



*Límites legales a los proyectos de crowdfunding financiero**

Autor/a

María José Verdú Cañete

Profesora Titular de Derecho Mercantil, Universidad de Murcia.

***REVISTA LEX
MERCATORIA.***

Doctrina, Praxis, Jurisprudencia y Legislación

RLM nº 8 | Año 2018

Artículo nº 13

Páginas 127-133

revistalexmercatoria.umh.es

ISSN 2445-0936

1. INTRODUCCIÓN

La Ley 5/2015, de 27 de abril de fomento de la financiación empresarial, dedica el Título V al “*Régimen de jurídico de las plataformas de financiación participativa*” y, dentro de este título, el Capítulo IV se refiere a los “*promotores y proyectos*” (arts. 66 y 80), estableciéndose los requisitos y las limitaciones a las que han de someterse.

La actividad desarrollada por estas plataformas (que consiste básicamente en facilitar el contacto entre los promotores de un proyecto y los potenciales inversores a través de una web en la que se difunde información masiva de proyectos) implica una serie de riesgos para los inversores, especialmente, en el crowdfunding financiero en el objetivo de los financiadores del proyecto es la *inversión* a cambio de un beneficio (bien en forma de por-

centaje sobre lo invertido o prestado – *crowdlending*-, bien en forma de acciones, participaciones u obligaciones de la sociedad en la que invierte –*equity crowdfunding*-). En España, a diferencia de otros Ordenamientos, se ha considerado precisa una regulación específica de ambas modalidades, no sólo con la finalidad de que los poderes públicos controlen la actividad de estas plataformas (autorización previa, normas de conducta, régimen de infracciones y sanciones,...), sino también con el objetivo de limitar, tanto cuantitativa como cualitativamente, los proyectos y los promotores que pretenden captar fondos por esta vía. El objetivo último de la regulación, obviamente, es la protección de los inversores¹.

2. PROYECTOS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA

I.- Caracterización

El proyecto de financiación participativa ha sido definido como “aquel plan elaborado por una persona física o jurídica -denominado promotor- que, obrando en nombre propio, se dirige a una pluralidad de personas físicas o jurídicas -inversores- solicitándoles financiación en cualquiera de las formas previstas en el art. 50 de la Ley 5/2015, para destinarla a un objetivo concreto, de tipo empresarial, formativo o de consumo, al objeto de que los destinatarios de la solicitud, invirtiendo, en forma profesional o no, recursos de capital financiero, pueden obtener un rendimiento dinerario, consecuencia de la aplicación de los recursos financieros que se pretende captar”². Los arts. 49 y 50 de la Ley 5/2015 configuran, de forma confusa en ocasiones, el posible contenido y las características generales de los

proyectos de financiación participativa regulados.

En primer lugar, debe tratarse de proyectos “financieros”, es decir, dirigidos a personas que, con su aportación al proyecto, esperan obtener un rendimiento dinerario (art. 49.1 a). Este requisito está en consonancia con lo previsto previamente en el art. 46.2 relativo a las plataformas de financiación participativa, que excluye como tal a las empresas que publican proyectos en los que la financiación captada por los promotores se realiza a través de donaciones, ventas de bienes y servicios y préstamos sin interés³. Por tanto, quedan al margen de la regulación los proyectos de crowdfunding sociales, culturales y, en general, todos aquellos en los que la inversión se realiza de forma altruista.

En segundo lugar, debe tratarse de proyectos concretos de un promotor que actuará siempre *en nombre propio* y que “sólo podrán ser de tipo *empresarial, formativo o de consumo*”. Esta última clasificación resulta desconcertante, especialmente la referencia a proyectos “formativos”. Queda claro lo que es un proyecto *empresarial*. La doctrina lo ha definido como aquel proyecto “en el que la financiación que se busca obtener está destinada a integrarse en una actividad organizada de combinación de los factores de la producción, con objeto de proporcionar bienes o servicios al mercado”⁴. En este caso, el proyecto consistirá bien en la participación en el capital de una empresa, bien en la financiación de una concreta inversión de una empresa determinada. También queda claro lo que es un proyecto de *consumo*. En este caso el promotor es un consumidor que solicita financiación para la adquisición de determinados bienes de consumo. Lo que no queda nada claro es la definición de proyecto formativo como algo diferente a los

Límites legales a los proyectos de crowdfunding financiero

tipos anteriores. Este tipo de proyectos podría encuadrarse en los dos tipos anteriores, es decir, o se trata de proyectos formativos empresariales (constitución, modificación o ampliación de centros formativos) o se trata de proyectos formativos de consumo (financiación de formación, estudios, etc.).

Por otro lado, parece quedar fuera de la regulación el denominado crowdfunding inmobiliario. Sin embargo, esta modalidad, caracterizada porque los fondos recaudados se destinan a proyectos de inversión en el mercado inmobiliario (compraventas, alquiler o rehabilitación de inmuebles) puede integrarse en alguno de los tipos regulados⁵.

En ningún caso, el proyecto puede consistir en la realización de actividades reservadas legalmente a entidades de crédito o empresas de servicios de inversión. El promotor no puede utilizar este sistema de crowdfunding para financiar profesionalmente a terceros a través de la concesión de créditos o préstamos (art. 49.c.1º). Tampoco puede el promotor destinar los fondos recaudados a la suscripción o adquisición de acciones, obligaciones y otros instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado, ni acciones o participaciones de instituciones de inversión colectiva o de sus sociedades gestoras, de las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (art. 49.c. 2º y 3º). Como ha apuntado acertadamente algún autor, se trata de que “la plataforma intermedie el ahorro hacia proyectos de inversión, pero no de que estos proyectos constituyan a su vez, vehículos de intermediación”⁶. Debe tratarse, por tanto, de proyectos de inversión “finalistas”.

II.- Límites cuantitativos y temporales de los proyectos

El legislador español, al igual que otros Ordenamientos de nuestro entorno, establece una serie de medidas para mitigar estos riesgos. Entre dichas medidas cabe señalar el establecimiento de límites legales cuantitativos tanto en relación a la inversión como a la captación de fondos por el promotor. Estos límites difieren a los previstos en otros Estados de la UE, lo que implica indirectamente una segmentación del mercado único⁷.

Las limitaciones previstas en la Ley 5/2015 se refieren tanto al número de proyectos ofertados por el promotor como al importe máximo de captación. Por un lado, ningún promotor puede publicar más de un proyecto de forma simultánea en una misma plataforma (art. 68.1). Nada impide, en principio, que un mismo proyecto esté publicado simultáneamente en diferentes plataformas. Esta circunstancia deberá ser tenida en cuenta por la plataforma que, al aceptar el proyecto, deberá adoptar las oportunas cautelas.

Como regla general, cada proyecto podrá captar, como máximo, 2.000.000 de euros en cada plataforma. Es posible la realización de sucesivas rondas de financiación siempre que anualmente no se supere dicho importe. Excepcionalmente, si el proyecto se dirige “exclusivamente” a inversores acreditados el importe máximo se eleva a 5.000.000 de euros⁸.

La configuración del denominado inversor “acreditado” la encontramos en el art. 81 de la Ley 5/2015. Cuando se trata de proyectos basados en la suscripción de participaciones de SL o en la solicitud de préstamos, inversor acreditado será no sólo el denominado “cliente profesional” al que se refiere el art. 78 bis.3. a) b) y d) de la LMV, sino también otros sujetos que, en principio, quedarían fuera de dicha definición: a) empresarios individuales con partidas de

activo superior a 1.000.000, o con una cifra anual de negocios igual o superior a 2.000.000 de euros, o cuyos recursos propios sean iguales o superiores a 300.000 euros; b) también tendrán la consideración de inversor acreditado las personas físicas con ingresos anuales superiores a 50.000 euros o con patrimonio financiero superior a 100.000 euros, e incluso aquellas aún no reuniendo estos requisitos soliciten ser considerados como inversores acreditados con carácter previo, reuniendo a su condición de inversor no acreditado; por último tendrán la consideración de acreditado las PYMES que soliciten expresamente ser considerados como tales. Será, por tanto, la plataforma la que, en muchas ocasiones, otorgue la “calificación” de inversor acreditado, debiendo realizar una adecuada evaluación de la experiencia y conocimientos del cliente, asegurándose de que puede adoptar sus propias decisiones de inversión y comprende los riesgos. La atribución de esta consideración tiene validez por tiempo limitado (12 meses). Si durante ese tiempo no han participado en ningún proyecto de financiación participativa perderán tal consideración, pudiendo recuperarla si cumplen los requisitos. Como puede observarse, los requisitos que han de cumplirse para adquirir la condición de inversor acreditado son bastante más laxos que los establecidos en el ámbito del sector financiero para la caracterización del cliente profesional y nada tienen que ver con la adecuada formación o aptitud para participar en operaciones que pueden poner en riesgo su patrimonio. Se amplía el abanico de sujetos que pueden participar en operaciones excesivamente “arriesgadas”, con el peligro que ello puede conllevar. Hubiera sido más razonable, quizás, que la legislación

identificara el “inversor acreditado” con el “cliente profesional”.

Cada proyecto debe incluir un *objetivo de financiación* (cuantía necesaria para el desarrollo del mismo) y un plazo máximo durante el cual los inversores podrán participar. Como regla general, ni el objetivo ni el plazo pueden ser superados, debiendo la plataforma garantizar esta circunstancia. No obstante, la Ley 5/2015 prevé la posibilidad de que tanto el objetivo de financiación como el plazo máximo puedan ser superados en un 25%. Para ello es preciso que esta posible ampliación esté prevista en las normas de funcionamiento de la plataforma. Además, es preciso advertir de esta posibilidad y de los supuestos en que procede con carácter previo a la inversión (art. 69.2).

Si no se alcanza el objetivo de financiación dentro del plazo fijado o, en su caso, ampliado, “se procederá” a la devolución de las cantidades aportadas. No obstante, es posible que el proyecto reciba la financiación cuando se hubiera alcanzado, al menos, el 90% del objetivo siempre que, como ocurre en los supuestos de ampliación del objetivo, dicha circunstancia esté prevista en las reglas de funcionamiento de la plataforma y se informe de tal posibilidad y de los supuestos en que procede con carácter previo a la inversión (art. 69.5).

La referencia a la devolución de cantidades en supuestos de incumplimiento del objetivo, nos lleva a la cuestión de determinar quién es el sujeto obligado a dicha devolución. La Ley no aclara nada al respecto. Simplemente señala que “se procederá” a la devolución. Lógicamente, para “devolver” es preciso “recibir” previamente. Parece que el promotor no recibe las cantidades invertidas hasta que

Límites legales a los proyectos de crowdfunding financiero

no se cumple el objetivo. Por tanto, no se puede exigir al promotor la devolución de algo que todavía no ha recibido. Podría ser, por tanto, la plataforma, la obligada a la devolución. Sin embargo, como regla general la plataforma no puede recibir fondos por cuenta de inversores o de promotores (salvo que esté autorizada como entidad de pago híbrida conforme a la Ley 16/2009, de 13 de noviembre de servicios de pago, art. 52 1. b). Por tanto, es posible que la plataforma tampoco haya recibido dichos fondos, en cuyo caso, no puede ser obligada a devolverlos. La cuestión que se plantea está relacionada con la operativa de funcionamiento de cada plataforma. La mayoría de las plataformas operan a través de entidades de pago que se encargan de gestionar y transferir los fondos, y de crear la línea de inversión-financiación⁹. Por tanto, la entidad responsable de los fondos mientras no han sido transferidos al promotor será, según el caso, la entidad de pago que colabore con la plataforma o incluso la propia plataforma si se ha configurado como entidad de pago híbrida.

III.- Contenido del proyecto

En todo caso y como regla general, el proyecto debe contener una descripción del mismo clara y concisa, en un lenguaje no técnico. Esta descripción debe proporcionar la información suficiente para que un “inversor medio” pueda realizar un juicio fundado sobre la decisión de participar en la financiación del proyecto (art. 70). El concepto de “inversor medio”, caracterizado por su indeterminación, podría identificarse con el de consumidor medio que ha sido objeto de especial atención por el TJUE. Inversor medio podría ser el que está normalmente informado y es razonablemente atento y perspicaz. Adicionalmente, la Ley 5/2015 diferencia entre proyectos basados en préstamos y proyectos instrumentados en va-

lores para configurar el contenido mínimo y la información que se debe incluir en cada uno de ellos.

Resulta llamativa la prohibición establecida en el art. 87 Ley 5/2015 relativos a los préstamos hipotecarios. Señala el precepto que “las plataformas de financiación participativa no publicarán proyectos en los que los consumidores soliciten un préstamo con garantía hipotecaria”. Esta prohibición parece establecerse en protección del consumidor, eludiendo la posible pérdida de bienes inmuebles de su titularidad como consecuencia del impago del crédito. Implica, sin embargo, una importante limitación de este sistema alternativo de financiación, pues obliga a los consumidores a recurrir a mercado tradicional del crédito. Por otro lado, esta prohibición no resulta coincidente con la establecida, con carácter general, en el art. 74 en relación a la idoneidad de los préstamos. El art. 74.2 señala que los proyectos basados en préstamos “no podrán incorporar una garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual del prestatario”. Como puede observarse, la limitación general establecida en este caso para el deudor persona física es menor. De la interpretación conjunta de los arts. 74 y 87 puede deducirse que si el prestatario-promotor-persona física es empresario, el proyecto puede incorporar garantías hipotecarias sobre bienes distintos a la vivienda habitual. Por el contrario, si el prestatario-promotor-persona física es consumidor no puede incluir garantías hipotecarias sobre ningún bien. Esta diferencia de régimen no tiene justificación, resultando, en todo caso, suficiente tanto para empresarios como para consumidores, la protección prevista en el art.74, es decir, la relativa a la imposibilidad de grabar la vivienda habitual. Un exceso de proteccionismo legislativo puede derivar, en la práctica, en la escasa utilidad del sistema.

NOTAS

* Esta aportación se enmarca en el Proyecto de Investigación: “Crowdfunding: una fórmula de cooperación social al servicio de la financiación en la era digital”, financiado por el Ministerio de Economía y Competitividad (Ref. DER2015-64931-R).

¹ En EE UU sólo se regula de forma específica el *equity crowdfunding* en la *Jumpstart our Business Startups (JOBS) Act* (2012). Lo mismo sucede en Italia (*Regolamento sulla raccolta di capital di rischio tramite portali on-line, 2018*), considerando que, para el resto de tipos de crowdfunding, es suficiente con la aplicación del régimen jurídico general sobre préstamos, donaciones, etc En el Reino Unido, por el contrario, se regulan tanto los supuestos de *loan based crowdfunding* (o crowdlending) como los proyectos de *investment based crowdfunding* o *equity crowdfunding* (*Policy Statement 14/4 the FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realizable securities by other media*, de 2014). En relación a la regulación norteamericana puede consultarse BURKETT, E., “A Crowdfunding Exemption? On line Investment Crowdfunding an U.S. Securities Regulation” en <http://trace.tennessee.edu/do/search> consultado el 20-12-2017; FRADE, A., “La regulación del “equity crowdfunding en el Derecho de EE.UU. Referencia a la Jumpstart our business startups (JOBS) Act – h.r. 3606”, AA VV, *Crowdfunding. Aspectos legales* (Coord. MORENO SERRANO, E./CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L.), Navarra, Thomson Reuters Aranzadi, 2016, pgs. 73-95. En relación a la regulación italiana, vid. BARTOLACELLI, A., “Equity crowdfunding y empresas innovadoras en Italia”, en AA VV *Crowdfunding. Aspectos legales...*, cit., pgs. 111-132. Respecto a la regulación británica, vid. MUÑOZ PEREZ, A .F., “Crowdfunding en Reino Unido”, en AA VV *Crowdfunding. Aspectos legales...*, cit., pgs. 97-109.

² Cfr. GARCÍA-PITA LASTRES, J. L., *Plataformas de financiación participativa y “Financial Crowdfunding”*, Valencia, Tirant lo Blanch, 2016, pg. 252.

³ Vid. RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLEL, T., “Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: concepto y funciones”, *RMV*, 2014, núm. 15, *La Ley* 2501/2015, pgs. 1-18, concretamente, pg. 9.

⁴ Vid. GARCÍA-PITA LASTRES, J. L., *Plataformas de financiación...*, cit., pg. 260.

⁵ Vid. HERNÁNDEZ SAINZ, E., “El crowdfunding inmobiliario mediante contratos de cuentas en participación: una fórmula de inversión ¿legal o prohibida?”, *Revista de Estudios Europeos*, 2017, núm. 70, pgs. 126-146, concretamente, pg. 330, <http://www.ree-uva.es>.

⁶ Vid. PALÁ LAGUNA, R./CUERVO-ARANGO, C. “Alternativas a la financiación bancaria en el nuevo régimen de fomento de la financiación empresarial: el acceso a los SMN y el tránsito a los mercados secundarios oficiales de valores. Las plataformas de financiación participativa”, *Anuario Capital Riesgo*, 2014, pgs. 83-113, concretamente, pg. 104.

⁷ Vid. CARRASCO, A., “La financiación participativa a través de plataformas de crowdfunding”, *Centro de Estudios de Consumo*, 2014, <http://blog.uclm.es/cesco/files/2014/04/La-financiacion-participativa-a-trav%C3%A9s-de-plataformas-de-crowdfunding.pdf>.

⁸ La regulación norteamericana también establece limitaciones a la captación de fondos. El importe de los valores de un mismo emisor no puede superar 1.000.000 de euros en un mismo período de 12 meses, Sec. 4 (6) Securities Act of 1933.

⁹ Una de las entidades de pago más utilizadas en nuestro país es *Lemon Way*. Se trata de una entidad de pago independiente registrada y autorizada por el Banco de Francia y autorizada por el Banco de España, que ofrece soluciones de pago seguras para las plataformas de financiación, de comercio electrónico y de crowdfunding.