



UNIVERSIDAD DE MURCIA
ESCUELA INTERNACIONAL DE DOCTORADO
TESIS DOCTORAL

ANÁLISIS DE LA REGULACIÓN DEL EQUITY CROWDFUNDING
EN ESPAÑA Y ESTADOS UNIDOS: UNA PERSPECTIVA
COMPARADA

D.^a Esperanza Pastor Núñez de Castro
2023



UNIVERSIDAD DE MURCIA
ESCUELA INTERNACIONAL DE DOCTORADO
TESIS DOCTORAL

ANÁLISIS DE LA REGULACIÓN DEL EQUITY CROWDFUNDING
EN ESPAÑA Y ESTADOS UNIDOS: UNA PERSPECTIVA
COMPARADA

Autor: D.^a Esperanza Pastor Núñez de Castro

Director/es: D.^a Mercedes Sánchez Ruiz



**DECLARACIÓN DE AUTORÍA Y ORIGINALIDAD
DE LA TESIS PRESENTADA PARA OBTENER EL TÍTULO DE DOCTOR**

Aprobado por la Comisión General de Doctorado el 19-10-2022

D./Dña. Esperanza Pastor Núñez de Castro

doctorando del Programa de Doctorado en

Sociedad, Desarrollo y Relaciones Laborales

de la Escuela Internacional de Doctorado de la Universidad Murcia, como autor/a de la tesis presentada para la obtención del título de Doctor y titulada:

Análisis de la regulación del equity crowdfunding en España y Estados Unidos: una perspectiva comparada

y dirigida por,

D./Dña. Mercedes Sánchez Ruiz

D./Dña.

D./Dña.

DECLARO QUE:

La tesis es una obra original que no infringe los derechos de propiedad intelectual ni los derechos de propiedad industrial u otros, de acuerdo con el ordenamiento jurídico vigente, en particular, la Ley de Propiedad Intelectual (R.D. legislativo 1/1996, de 12 de abril, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Propiedad Intelectual, modificado por la Ley 2/2019, de 1 de marzo, regularizando, aclarando y armonizando las disposiciones legales vigentes sobre la materia), en particular, las disposiciones referidas al derecho de cita, cuando se han utilizado sus resultados o publicaciones.

Si la tesis hubiera sido autorizada como tesis por compendio de publicaciones o incluyese 1 o 2 publicaciones (como prevé el artículo 29.8 del reglamento), declarar que cuenta con:

- *La aceptación por escrito de los coautores de las publicaciones de que el doctorando las presente como parte de la tesis.*
- *En su caso, la renuncia por escrito de los coautores no doctores de dichos trabajos a presentarlos como parte de otras tesis doctorales en la Universidad de Murcia o en cualquier otra universidad.*

Del mismo modo, asumo ante la Universidad cualquier responsabilidad que pudiera derivarse de la autoría o falta de originalidad del contenido de la tesis presentada, en caso de plagio, de conformidad con el ordenamiento jurídico vigente.

En Murcia, a 12 de septiembre de 2023

Esperanza Pastor Núñez de Castro

Fdo.: Esperanza Pastor Núñez de Castro

Esta DECLARACIÓN DE AUTORÍA Y ORIGINALIDAD debe ser insertada en la primera página de la tesis presentada para la obtención del título de Doctor.

Información básica sobre protección de sus datos personales aportados	
Responsable:	Universidad de Murcia. Avenida teniente Flomesta, 5. Edificio de la Convalecencia. 30003; Murcia. Delegado de Protección de Datos: dpd@um.es
Legitimación:	La Universidad de Murcia se encuentra legitimada para el tratamiento de sus datos por ser necesario para el cumplimiento de una obligación legal aplicable al responsable del tratamiento. art. 6.1.c) del Reglamento General de Protección de Datos
Finalidad:	Gestionar su declaración de autoría y originalidad
Destinatarios:	No se prevén comunicaciones de datos
Derechos:	Los interesados pueden ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación, oposición, limitación del tratamiento, olvido y portabilidad a través del procedimiento establecido a tal efecto en el Registro Electrónico o mediante la presentación de la correspondiente solicitud en las Oficinas de Asistencia en Materia de Registro de la Universidad de Murcia

DEDICATORIAS

A mi madre y mi padre, Alla, Veniamin, Abel, y Tono.

LISTA DE ABREVIATURAS	1.
-----------------------------	----

**PRIMERO. FINANCIACION PARTICIPATIVA (CROWDFUNDING):
PRESUPUESTOS Y ANTECEDENTES.**

I. INTRODUCCIÓN.....	4
II.METODO.....	7
1. Metodología.....	7
2. Terminología.....	8
3. Delimitación del tema objeto de estudio.....	9
III. APROXIMACIÓN AL CONCEPTO Y NATURALEZA JURÍDICA DE <i>CROWDFUNDING</i>	12
1. Antecedentes.....	12
2. Contexto económico y social.....	17
<i>2.1 Contexto económico.....</i>	<i>17</i>
<i>2.2 Consideraciones sociales.....</i>	<i>24</i>
<i>2.3 Problemas de política legislativa asociados al crowdfunding.....</i>	<i>27</i>
<i>2.4 Consideraciones de impacto económico.....</i>	<i>30</i>
3. Aproximación al concepto de <i>Crowdfunding</i> y figuras afines.....	33
IV. TIPOS PRINCIPALES.....	39
1. Donación.....	42
2. Recompensa.....	44
3. Préstamos.....	46
4. Inversión en Títulos Valores.....	48
5. Otros: <i>Crowdfunding</i> “atípico” o no regulado.....	55
V. SUJETOS PRESENTES EN EL CROWDFUNDING.....	56
VI. NATURALEZA JURÍDICA.....	60

**CAPITULO SEGUNDO. REGIMEN JURIDICO DEL EQUITY
CROWDFUNDING EN ESTADOS UNIDOS Y ESPAÑA.**

I. EL EQUITY CROWDFUNDING EN EL DERECHO ESTADOUNIDENSE.....	69
1. Antecedentes de la JOBS Act.....	69
2. Regulación.....	74
2.1 <i>JOBS Act.....</i>	74
2.2 <i>Securities Act of 1933 y análisis de la exención.....</i>	79
3. Organismos de control y supervisión.....	83
3.1 <i>Securities Exchange Commission (SEC).....</i>	83
3.2 <i>Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)</i>	84
4. Régimen de infracciones y sanciones en la regulación estadounidense del crowdfunding	85
5. Ámbito de aplicación y limitaciones a extranjeros en Estados Unidos	88
II. EVOLUCION DE LA FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA DE INVERSIÓN EN ESPAÑA.....	89
1. Antecedentes.....	89
2. Regulación.....	91
2.1 <i>La Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial y su modificación por la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas.....</i>	93
2.2 <i>El Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937.....</i>	95
2.3 <i>La Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.....</i>	102

3. Organismos de control y supervisión.....	104
3.1 <i>Comisión Nacional del Mercado de Valores.....</i>	104
3.2 <i>Autoridad Europea de Valores y Mercados.....</i>	113
3.3 <i>Autoridad Bancaria Europea.....</i>	117
4. Régimen de infracciones y sanciones en la regulación española de la financiación participativa.....	117
5. Ámbito de aplicación territorial en España.....	123
6. Régimen transitorio.....	125

**CAPITULO TERCERO. PROVEEDORES DE SERVICIOS DE
FINANCIACION PARTICIPATIVA.**

I. PORTALES DE FINANCIACION O “FUNDING PORTALS” EN EL DERECHO ESTADOUNIDENSE.....	128
1. Funding portals: concepto y presupuesto.....	130
2. Autorización y registro delos funding portals.....	132
2.1 <i>Exención del registro como broker de los portales de financiación.....</i>	132
2.2 <i>Registro como portal de financiación.....</i>	133
2.3. <i>Continuación de la actividad de otro portal de financiación y baja del registro.....</i>	135
2.4 <i>Portales de financiación no residentes.....</i>	137
3. Supervisión de los portales de financiación en Estados Unidos.....	139
4. Obligaciones de los Portales de Financiación en Estados Unidos.....	141
4.1 <i>Mantenimiento de los registros.....</i>	141
4.2 <i>Información y educación de los inversores.....</i>	143
4.3 <i>Adopción de medidas de reducción de riesgo de fraude.....</i>	146
4.4 <i>Control de los límites y condiciones de la inversión.....</i>	150

5. Ausencia de requisitos prudenciales o de salvaguarda referidos a los portales de Financiación en Estados Unidos	152
6. Régimen de <i>compliance</i> y conflictos de intereses	153
7. Relaciones de los portales de financiación con terceros	156
8. Régimen de actividades permitidas por parte de los portales de financiación	159
9. Canales de comunicación facilitados por los portales de financiación	161
II. PROVEEDORES DE SERVICIOS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA (PSPF) Y PLATAFORMAS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA EN ESPAÑA	162
1. Precisiones conceptuales sobre las plataformas y los proveedores de servicios de financiación participativa	162
2. Autorización y registro de los proveedores/plataformas de servicios de financiación participativa	166
2.1 <i>Autorización</i>	166
2.2 <i>Requisitos de la solicitud</i>	169
2.3 <i>Procedimiento de autorización y registro</i>	171
2.4 <i>Continuidad de la actividad en caso de insolvencia de los proveedores de servicios de financiación participativa</i>	175
2.5 <i>Caducidad de la autorización y revocación de esta a los proveedores de servicios de financiación participativa</i>	178
2.6 <i>Plataformas de financiación participativa no armonizadas por el Derecho de la Unión Europea</i>	180
3. Supervisión de los Proveedores de Servicios de Financiación Participativa en España	181
4. Régimen de las obligaciones de los Proveedores de Servicios de Financiación en España	185
5. Requisitos prudenciales	187

6. Régimen de <i>compliance</i> y de conflictos de intereses.....	189
7. Relaciones de los proveedores de servicios de financiación participativa con terceros.....	200
8. Actividades o servicios de financiación participativa regulados y vinculados.....	200
9. Canales de comunicación facilitados por los portales de financiación y comunicaciones publicitarias	203
<i>9.1 Tablón de anuncios.....</i>	<i>203</i>
<i>9.2 Publicidad comercial de los servicios de financiación participativa.....</i>	<i>204</i>

CAPITULO CUARTO. INVERSORES.

I. TRATAMIENTO Y REGULACIÓN DE LOS INVERSORES EN ESTADOS UNIDOS.....	207
1. Regulación y clasificación de los de inversores a efectos del <i>crowdfunding</i> en Estados Unidos.....	207
2. Requisitos de información a los inversores en proyectos de <i>crowdfunding</i>.....	216
3. Prueba de conocimientos y comprensión del riesgo por parte de los inversores en proyectos de <i>crowdfunding</i>.....	218
4. Establecimiento de límites de inversión a los inversores en los proyectos de <i>crowdfunding</i>.....	221
5. Periodo de reflexión contractual y posibilidad de cancelación de los compromisos de inversión por parte de los inversores en proyectos de <i>crowdfunding</i>.....	228
6. Ejercicio de reclamaciones y acciones judiciales por parte de los inversores.....	230
7. Ejercicio de los derechos de los inversores en proyectos.....	231

8. Protección de datos	233
II. TRATAMIENTO Y REGULACIÓN DE LOS INVERSORES EN ESPAÑA	234
1.Regulación y clasificación de los inversores en el ámbito de la financiación participativa	234
2.Requisitos de la información a facilitar a los inversores en proyectos de financiación participativa	244
3. Prueba de conocimientos y comprensión del riesgo	249
4. Límites de inversión a los inversores en proyectos de financiación participativa	258
5. Periodo de reflexión contractual y posibilidad de cancelación del compromiso por parte de los inversores	262
6. Ejercicio de reclamaciones por parte de los inversores	266
7. Ejercicio de los derechos de los inversores en proyectos de financiación participativa	270
8. Protección de datos de los inversores en proyectos de financiación participativa	274
9. Agrupación de inversores	276
CAPITULO QUINTO. PROMOTORES, PROYECTOS Y VALORES.	
I. PROMOTORES DE PROYECTOS	279
1. Régimen jurídico de los emisores en Estados Unidos	279
<i>1.1 Regulación de los emisores de valores en operaciones de crowdfunding</i>	279
<i>1.2 Inhabilitación de emisores</i>	294
<i>1.3 Publicidad por parte de los promotores</i>	298

1.4 Informes proporcionados por los promotores al supervisor y a los inversores.....	302
1.5 Vehículos de crowdfunding.....	305
2. Régimen jurídico de los promotores de proyectos de financiación participativa en España.....	309
2.1 Régimen jurídico de los promotores.....	309
2.2. Concurrencia de circunstancias inhabilitantes en los promotores.....	314
2.3 Publicidad por parte de los promotores.....	315
II. PROYECTOS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA.....	316
1. Régimen de los proyectos crowdfunding ofertados en Estados Unidos...316	
1.1 Concepto e información sobre el proyecto en Estados Unidos.....	316
1.2 Finalización de las campañas.....	320
1.3 Límites de financiación y supuestos de integración en las operaciones de crowdfunding en Estados Unidos.....	321
2. Régimen de los proyectos de financiación participativa ofertados en España.....	324
2.1 Concepto e información sobre el proyecto en España.....	324
2.2 Finalización de las campañas de financiación participativa.....	336
2.3 Límites de financiación a los proyectos de financiación participativa en España.....	338
III. VALORES OBJETO DE UNA OFERTA DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA.....	339
1. Regulación de los valores ofertables y limitaciones de transmisión en la regulación de Estados Unidos.....	339
1.1 Tipos de valores ofertables en operaciones de crowdfunding en Estados Unidos.....	339

<i>1.2 Restricciones a las transmisiones de valores adquiridos a través de operaciones de financiación participativa en Estados Unidos.....</i>	<i>343</i>
2. Regulación de los valores ofertables y limitaciones de transmisión en la regulación de España.....	346
<i>2.1 Tipos de valores ofertables en operaciones de financiación participativa en España.....</i>	<i>346</i>
<i>2.2 Restricciones a las transmisiones de valores adquiridos a través de operaciones de financiación participativa en España.....</i>	<i>351</i>
CONCLUSIONES.....	355
BIBLIOGRAFÍA.....	372
ANEXO DE LEGISLACION.....	393

LISTA DE ABREVIATURAS.

ABE	Autoridad Bancaria Europea
AEVM	Autoridad Europea de Valores y Mercados
AML	Anti-Money Laundering
BCE	Banco Central Europeo
BEI	Banco Europeo de Inversiones
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BSA	Bank Secrecy Act
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CFR	Code of Federal Regulations
CIS	Collective Investment Scheme
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CPA	Certified Public Accountant
CRD	Central Registration Depository
DAO	Decentralized Autonomous Organization
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DGT	Dirección General de Tributos
EDGAR	Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system
EUR	EURO
FAQ	Frequently Asked Questions

FASB	Financial Accounting Standards Board
FinCEN	Financial Crimes Enforcement Network
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FMI	Fondo Monetario Internacional
FPI	Foreign Private Issuer
HR	House of Representatives
IAA	Investment Advisers Act
ICA	Investment Company Act
ICO	Initial Coin Offering
I+D	Investigación y Desarrollo
IRA	Individual Retirement Account
JOBS	Jumpstart Our Business Startups
LSC	Ley de Sociedades de Capital
MAR	Mercado Alternativo Bursátil
MARF	Mercado Alternativo de Renta Fija
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MSRB	Municipal Securities Rulemaking Board
NASD	National Association of Security Dealers
NIIF	Norma Internacional de Información Financiera
OPI	Oferta Pública Inicial
PCAOB	Public Company Accounting Oversight Board
PCGA	Principios Contables Generalmente Aceptados
PFPI	Plataformas de Financiación Participativa

PIB	Producto Interior Bruto
PSFP	Proveedores de Servicios de Financiación Participativa
QIB	Qualified Institutional Buyer
ROFO	Right of First Offer
SAFE	Simple Agreement For Future Equity
SEC	Securities Exchange Commission
SIPC	Securities Investor Protection Corporation
SPAC	Special Purpose Acquisition Company
SPV	Special Purpose Vehicle
TARP	Troubled Asset Relief Program
TIA	Trust Indenture Act
UE	Union Europea
US	United States

CAPITULO PRIMERO. FINANCIACION PARTICIPATIVA (CROWDFUNDING): PRESUPUESTOS Y ANTECEDENTES.

I. INTRODUCCIÓN

El tema objeto de estudio es el régimen jurídico de la financiación participativa de inversión o el *crowdfunding* de inversión en Estados Unidos y España.

Nacido y desarrollado al amparo de una crisis financiera mundial, el *crowdfunding* ha conllevado la implicación activa de la colectividad, el público en general no necesariamente familiarizado o especialista en inversiones, en la financiación de diversos proyectos. Ello implica nuevas problemáticas jurídicas cuya dificultad se convierte en exponencial debido al principal mecanismo de organización y desarrollo de tales procesos de inversión: Internet. La utilización de internet para obtener recursos financieros puede suponer, y de hecho está suponiendo, una completa revolución en la manera en la que los mercados financieros han sido vistos hasta ahora, y la utilización de este tiene además un notable impacto en la regulación del fenómeno.

En este contexto, se ha de destacar que el *crowdfunding*, como cualquier mecanismo novedoso, está sujeto a las diferentes influencias culturales y de política normativa. Ejemplo de ello son las divergencias presentadas en cuanto a las prioridades legislativas y principios esenciales desarrollados en diferentes países. La divergencia cultural y social subyace en los diferentes marcos jurídicos y es, de una manera consciente e inconsciente, tenida en cuenta por el legislador al embarcarse en nuevos proyectos legislativos. Encontrar el punto correcto de equilibrio entre el estímulo empresarial y económico y la debida o necesaria protección del usuario es algo que no es unívoco y que varía sustancialmente en función del contexto económico y social. El interés de este trabajo radica precisamente en analizar los diferentes enfoques normativos en dos países, España y Estados Unidos, e identificar mejores opciones para alcanzar ese necesario equilibrio.

Estados Unidos se ha perfilado desde finales del siglo XIX y especialmente en el XX y principios del XXI como una superpotencia mundial en el plano económico. Su carácter innovador y dinámico no solo se ha reflejado en el ámbito tecnológico, sino que se ha visto reflejado asimismo en el ámbito normativo y en especial de regulación de los

mercados financieros. De ahí la elección de Estados Unidos para proceder a la comparación con la legislación española, ya que la regulación estadounidense del *crowdfunding* financiero tuvo un carácter pionero al ser la primera regulación en la materia.

El interés del análisis se pone también de manifiesto porque el *crowdfunding* pretende cubrir un vacío o nicho de financiación alternativa, y según algunos, colaborativa. Se ha entendido por tanto el *crowdfunding* como una modalidad de la economía colaborativa¹ si bien en su modalidad de economía “bajo demanda”².

La creciente necesidad de mecanismos alternativos de financiación, el abanico de posibilidades abierto por internet, la circulación de capitales, la globalización, junto con la mayor participación de los usuarios en la elección de sus proyectos de inversión basados, bien en preferencias personales, bien en meros criterios de rentabilidad, han dado por tanto fruto al fenómeno del *crowdfunding*. Debido a dificultades de financiación de algunas empresas, principalmente de las *start-ups*, estas han visto en el *crowdfunding* una potencial alternativa a los tradicionales mecanismos de financiación que les eran de difícil acceso (ej. mercado bancario, mercados de valores regulados, mercado de capital riesgo)³.

Para ilustrar la potencial relevancia del *crowdfunding* en la financiación de ciertas empresas, en el desarrollo económico, y en la creación de empleo, cabe mencionar las estadísticas citadas en el documento de trabajo *Commission staff working document on Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*. En este sentido, se debe mencionar que un 60% de las *start-ups* sobreviven a los tres primeros años de actividad y, además,

¹ GOÑI RODRÍGUEZ DE ALMEIDA, M., “La contratación a través de plataformas intermediarias en línea”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p.60 define qué ha de entenderse por economía colaborativa refiriéndose a la definición de la Comisión Europea al destacar que “La Comisión Europea define la economía colaborativa de la siguiente forma: “El término «economía colaborativa» se refiere a modelos de negocio en los que se facilitan actividades mediante plataformas colaborativas que crean un mercado abierto para el uso temporal de mercancías o servicios ofrecidos a menudo por particulares.”

² GOÑI RODRÍGUEZ DE ALMEIDA, M., “La contratación a través de plataformas”, *cit.*, p.61, destaca que “...siguiendo en este punto a Cuenca Casas, entendemos que la economía colaborativa no acoge, o no implica, lo que se ha denominado “economía de acceso”, donde las plataformas son a su vez prestadoras del servicio o proveedoras del bien demandado, pero sí incluye la economía “bajo demanda”, en la que la plataforma hace de intermediario entre el particular y el empresario que ofrece sus productos a través de la plataforma.”

³ ZUNZUNEGUI, F., “Encuadre sistemático y conceptual de la financiación participativa (Crowdfunding)”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p.37.

contribuyen sustancialmente a la creación de empleo, ya que, aunque solo representan un 17% del empleo, las mismas son responsables de la creación del 42% de los nuevos empleos⁴.

Si bien su importancia se ponía de manifiesto desde un primer momento⁵, el legislador europeo no consideró hasta 2020 una regulación uniforme de ámbito comunitario y permitió hasta entonces a las legislaciones propias de los Estados miembros la regulación del novedoso mecanismo de financiación. En cambio, esta postura fue modificada tras la aprobación del Reglamento de la Unión Europea 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo de 7 de octubre de 2020 relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937 (en adelante “Reglamento (UE) 2020/1503”).

El presente estudio analiza la evolución de la regulación del *crowdfunding* en España, así como el actual marco regulatorio derivado de la legislación de la Unión Europea lo que conforma el contexto jurídico de la actual regulación española del *crowdfunding*, contenida en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial, en adelante citada como “Ley 5/2015”, tras la reforma introducida por la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de Creación y Crecimiento de Empresas, en adelante “Ley 18/2022”.

El interés de esta tesis doctoral radica en analizar tanto el marco jurídico estadounidense como el español y conocer qué características y aspiraciones tienen los mismos, así como identificar sus limitaciones y ventajas. En la actual literatura jurídica, el objeto de estudio de esta tesis doctoral no ha sido abordado, con la profundidad y la extensión con la que se aborda su análisis en la presente tesis doctoral, dada la relativa novedad de este instrumento de financiación y la complejidad de su funcionamiento. Si

⁴ DIRECTORATE-GENERAL FOR FINANCIAL STABILITY, FINANCIAL SERVICES AND CAPITAL MARKETS UNION, Commission staff working document: Report on *crowdfunding* in the EU Capital Markets Union, 6 October 2016, pp. 1-51, p.3 disponible en https://finance.ec.europa.eu/system/files/2016-10/crowdfunding-report-03052016_en.pdf fecha de última consulta el 6 de mayo de 2023.

⁵ Ver en este sentido entre otros: ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión (Crowdinvesting)*, Thomson Reuters (2018) Recurso electrónico, epígrafe [Introducción], la cual destaca que “En la actualidad el fenómeno del crowdfunding tiene una indudable relevancia económica. En la Unión Europea, los datos de la primera mitad de esta década revelan que este mecanismo de financiación, aunque sigue siendo relativamente pequeño si se compara con la financiación que podríamos denominar tradicional, ya tiene un peso significativo.”

bien la tecnología presenta nuevos canales para la inversión y el crecimiento económico, ello conlleva, asimismo, la potencial utilización para fines fraudulentos y delictivos⁶, por lo que son necesarios mecanismos de protección de los inversores que serán objeto de análisis detallado. Asimismo, aunque el *crowdfunding* ha modificado la manera en que se obtiene capital por las empresas, constituyéndose como una posibilidad alternativa de financiación que permite recaudar fondos a través de sitios web privados de una manera relativamente expedita, la falta de regulación adecuada puede propiciar el uso de las plataformas para posibles fraudes de acreedores. La tecnología aumenta la eficiencia, pero también el riesgo de fraude. De ahí la necesidad de marcos jurídicos que prevean los posibles riesgos y establezcan medidas protectoras sin que comprometan la eficiencia y el desarrollo de estas nuevas opciones de financiación.

II. METODO

1. Metodología

La investigación se ha basado en el análisis comparativo de los dos marcos jurídicos español y estadounidense para identificar las áreas de regulación en las que cada uno resulta haber utilizado una mejor técnica legislativa y donde la legislación suscita menores potenciales problemas. De esta manera, realizar propuestas de mejora o de interpretación del régimen vigente, así como los posibles preceptos legales que pueden ayudar a ello, para así obtener un equilibrado y exitoso desarrollo del mecanismo del *crowdfunding*.

Se han utilizado fuentes de información principalmente de carácter documental y procedido al análisis pormenorizado de la diferente bibliografía obtenida, así como de los datos estadísticos y de los procedentes de las diferentes plataformas participativas en activo en Estados Unidos y en España. Como complemento a la investigación se ha incorporado el análisis de ciertos elementos de carácter económico y de creación de empleo, que ponen de manifiesto el diferente reflejo e impacto económico en la práctica

⁶ U.S. Department of Justice News Release, Deputy Attorney General Rod J. Rosenstein delivers remarks at the emerging frauds in the Digital Age Conference, Washington, DC ~ Tuesday, May 23, 2017, disponible en <https://www.justice.gov/opa/speech/deputy-attorney-general-rod-j-rosenstein-delivers-remarks-emerging-frauds-digital-age> , fecha de última consulta el 6 de mayo de 2023.

de la implementación y aplicación de ambas legislaciones. Para ello se han utilizado datos estadísticos y económicos obtenidos de una variedad de bases de datos que resultan de relevancia para el citado análisis.

2. Terminología

Al hablar de *crowdfunding* en España y Estados Unidos, existen diferentes términos que pueden utilizarse para referirse a esta actividad. Dadas las diferencias terminológicas y conceptuales entre los dos sistemas jurídicos, se utilizará principalmente para referirse en el presente trabajo a las operaciones de “*crowdfunding*” en cuanto a la normativa estadounidense y a la “financiación participativa” para referirse a la normativa española al ser este el término utilizado en la actual regulación. El término de “portales de financiación” (o *funding portals*) se usará para referirnos a aquellos intermediarios especialmente designados y distintos de los *brokers* para intermediar en este tipo de operaciones. En cuanto a los intermediarios, en el caso español, en un primer momento la regulación española en la redacción original de la Ley 5/2015 se refería a estos como plataformas de financiación participativa, y así se continuó posteriormente con la nueva redacción de la Ley 5/2015 introducida por la Ley 18/2022. En el Reglamento (UE) 2020/1503 el término plataforma se utiliza en el artículo 2.1d) para referirse, exclusivamente, a los medios o sistemas técnicos utilizados en la intermediación a través de internet, y se opta en el artículo 2.1e) por la denominación de “proveedores de servicios de financiación participativa” para designar a los sujetos que actúan como intermediarios. Esta última será la que predominantemente se utilice en este trabajo.

Se ha tratado por cierto sector doctrinal la confusión terminológica. Este identifica que la plataforma de financiación participativa de la Ley 5/2015 es equiparable al término de proveedor de servicios de financiación participativa del Reglamento, de manera que el proveedor se entiende como el sujeto y la plataforma como el medio o sistema electrónico utilizado⁷.

⁷ Ver en este sentido LOPEZ ORTEGA, R., "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, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* 162, Abril - Junio 2021, pp. 155 -202, p. 162, la cual establece que “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

La terminología en cuanto al *equity crowdfunding* se mantendrá, bien en el uso de este término inglés, o del *crowdfunding* de capital, siendo este el elemento central del análisis de este trabajo. Si bien conviene hacer una aclaración de este término por comparación con el *crowdfunding* de inversión ya que estos dos términos no son completamente sinónimos. Como se analizará, más adelante, el *crowdfunding* de capital social es un tipo de *crowdfunding* en el que los inversores adquieren la titularidad de una participación de acciones o participaciones sociales, en la sociedad promotora del proyecto a cambio de su inversión, convirtiéndose, por tanto, en accionistas o socios de esta. El *crowdfunding* de inversión, por su parte, es un término más amplio, que abarca el *crowdfunding* de capital, y, potencialmente, también otras modalidades en donde se formaliza una inversión, que no necesariamente se traduce en una participación en acciones o participaciones sociales, pudiendo recibir una parte de las ganancias o pagos de intereses. Por tanto, el *crowdfunding* de capital como tal es un tipo específico de *crowdfunding* de inversión en el que los inversores reciben acciones de la sociedad promotora (o en su caso una entidad interpuesta como vehículo de inversión), mientras que el *crowdfunding* de inversión es un término más general, que comprende también otras fórmulas como, por ejemplo, préstamos participativos o adquisición de títulos de deuda (obligaciones, bonos, etc.).

3. Delimitación del tema objeto de estudio

El presente trabajo abarca una aproximación general e introductoria al propio concepto de *crowdfunding*, sus diversas modalidades existentes, y naturaleza. Se adopta en el mismo un enfoque preferentemente jurídico-privado, sin perjuicio del tratamiento de algunos aspectos de Derecho Público específicos de la regulación de los proveedores de servicios de financiación participativa, como, por ejemplo, la supervisión administrativa y el régimen sancionador correspondiente. El análisis más detallado se centra en los distintos marcos jurídicos tanto de España como de Estados Unidos, así

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*, 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.”

como su evolución, con especial mención a sus autoridades de supervisión en el marco del *crowdfunding* o financiación participativa. El análisis se centra con posterioridad en el diverso tratamiento dado por ambas legislaciones a los elementos subjetivos, a saber, los proveedores de servicios de financiación participativa, los inversores y los promotores. Se realiza en cuanto a los inversores un análisis más detallado y profundo de los mecanismos de protección de estos en ambas regulaciones. Se analizan, además, los elementos objetivos, es decir, proyectos, servicios y valores, así como otras disposiciones legislativas que resultan relevantes para el *crowdfunding* o financiación participativa.

Se encuentran excluidos del análisis la potencial responsabilidad penal de los diferentes actores en el ámbito del *crowdfunding* en el caso de infracciones, con la única salvedad de la referencia a las potenciales imposiciones de penas por infracción del Reglamento (UE) 2020/1503 en aquellos casos en que así se haya establecido en la legislación de los Estados miembros. No se analizarán, por tanto, consecuencias e implicaciones de conductas potencialmente delictivas por parte de los proveedores de servicios de financiación participativa, así como de los promotores de proyectos de financiación participativa o *crowdfunding*.

Se encuentran asimismo excluidos, pese a su relevancia práctica, el análisis detallado de los aspectos e implicaciones fiscales. Si bien la relevancia de la institución de *crowdfunding* y el interés por esta se pone de manifiesto en la existencia de consultas a la Dirección General de Tributos (DGT)⁸, un análisis detallado de esta es desaconsejable dada la complejidad de este, y ser el enfoque del trabajo los elementos del *crowdfunding* o financiación participativa, y en particular los inversores y la protección de estos. Si bien no se analiza en el presente trabajo el régimen fiscal de las distintas modalidades de *crowdfunding* ni de sus implicaciones para cada uno de los sujetos intervinientes conviene destacar que el régimen fiscal de estos vendrá determinado por las diferentes modalidades y la contraprestación realizada por aquellos que hacen las aportaciones⁹. Aunque en

⁸ Si bien es interesante el hecho de que actualmente tampoco hay numerosas consultas a la Dirección General de Tributos sobre el fenómeno del *crowdfunding*, el número de estas se está incrementando. Entre ellas, destaca la Consulta de la Dirección General de Tributos V 2395 - 17 relativa al uso de una plataforma web para la financiación de un videojuego a través de una plataforma web la cual se centra principalmente sobre la aplicación del impuesto del valor añadido (IVA) en el caso de recibir una relación dineraria a través de la utilización de las plataformas de *crowdfunding*. Conviene mencionar, además, la Consulta vinculante núm. V2895-16 de 22 junio 2016 JT\2016\1357 sobre el impuesto del valor añadido en las aportaciones para la financiación de proyectos efectuados en forma de micro mecenazgo o *crowdfunding*.

⁹ Ver en este sentido BORGIA SORROSAL, S., “Aspectos fiscales del crowdfunding”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020,

cuanto a la tributación del *crowdfunding*, entiende un sector doctrinal que “desde la perspectiva fiscal, no existe una regulación concreta del *crowdfunding*, por lo que su tributación está sometida a normas generales que no están específicamente pensadas para esta actividad, ni buscan incentivarla”¹⁰.

Tampoco se efectúa un análisis pormenorizado de las disposiciones relativas a la protección de datos de carácter personal que resulten de aplicación a las operaciones de *crowdfunding*. Someramente cabe mencionar al respecto que las plataformas/proveedores son los responsables del tratamiento de los datos, los inversores serán considerados como interesados y los promotores serán interesados en su rol de usuarios de la plataforma y ellos mismos responsables en cuanto a los datos de los inversores una vez completada la aportación¹¹. La protección de datos es también esencial para evitar conductas discriminatorias o lesivas de la individualidad (clasificación, estereotipación, simplificación etc.), de ahí que destaquemos la necesidad de su consideración en la práctica¹².

Debido a la necesaria publicación de ciertos datos relativos a los proyectos de *crowdfunding* conviene tener en consideración la posible protección de los derechos de

p. 592 que entiende que existen “distintos modelos de Crowdfunding y el tratamiento fiscal varía en función del tipo de Crowdfunding del que hablemos. El distinto tratamiento fiscal, no tiene que ver con el producto que se vaya a ofrecer, sino con la contraprestación que van a recibir las personas que hacen las aportaciones”.

¹⁰ Ver en este sentido, PEDREIRA MENENDEZ, J, “Fiscalidad de las operaciones de crowdfunding”, *Crowdfunding: Cooperación colectiva al servicio de la financiación*, Dir. Lázaro Sánchez E.J. y De la Vega García, F. , M., Ed. Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2018, Recurso electrónico, epígrafe I [Introducción].

¹¹ Ver en este sentido MARTINEZ, R., “Crowdfunding y protección de datos”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p. 630: “ - Las plataformas de financiación participativa operan como un responsable del tratamiento. - Los inversores serán interesados cuando sean personas físicas o profesionales cuyos datos son registrados en la PFP. Adicionalmente, cuando se trate de personas jurídicas sus directivos, gestores o representantes deberán soportar los tratamientos necesarios para poder mantener el contacto y la relación jurídica que se constituya. - Los promotores jugarán un doble rol de un lado – Como usuarios de la plataforma serán interesados. – Serán responsables en relación con los datos que eventualmente deban tratar respecto de los inversores.”.

¹² Ver en este sentido FERRETTI, F., “Inteligencia artificial, algoritmos y Big Data en los préstamos P2P”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch Valencia, 2020, p.429 : “Si la privacidad se refiere a la opacidad legítima de las personas, la protección de datos se refiere a la transparencia. Garantiza que los miembros de la sociedad no sean discriminados ni clasificados, categorizados, simplificados, estereotipados, ni sometidos a la conformación de pensamientos o comportamientos. Los derechos conferidos por la ley de protección de datos se convierten en derechos participativos de autodeterminación”

propiedad intelectual, si bien este aspecto se encuentra asimismo excluido del análisis del presente trabajo¹³.

La estructura de la tesis abarca diversos aspectos. Contiene esta un primer capítulo dedicado a los presupuestos y antecedentes del *crowdfunding* o financiación participativa que realiza una introducción a los aspectos generales de la materia tratada.

Una vez presentado el contexto general, el Capítulo 2 se centra en el análisis del marco jurídico del *equity crowdfunding* o *crowdfunding* de inversión en capital social, modalidad elegida para análisis en profundidad, en las dos legislaciones de referencia, la española y la estadounidense. A continuación, los tres siguientes capítulos se dedican al estudio de los principales actores de las operaciones de *crowdfunding*: el Capítulo 3 se centra en la figura de los portales de financiación (*funding portals*) y los proveedores de servicios de financiación participativa, mientras que en el Capítulo 4 realiza un análisis pormenorizado de los inversores y de las distintas medidas para su protección existentes en ambas legislaciones. El capítulo 5, a su vez, analiza la figura de los promotores y los propios proyectos a cuya financiación se orientan en campañas u operaciones de *crowdfunding*.

III. APROXIMACIÓN AL CONCEPTO Y NATURALEZA JURÍDICA DE CROWDFUNDING

1. Antecedentes

Muchos son los distintos orígenes que se le han atribuido al término *crowdfunding*. Como indica la doctrina, la definición de *crowdfunding* ha estado sujeta a ciertas disputas, pero tradicionalmente se ha referido a los métodos a través de los cuales los emprendedores recaudan pequeñas contribuciones a través de plataformas online para

¹³ Ver en este sentido SERRANO GOMEZ, E., “Crowdfunding y propiedad intelectual”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p. 657 que considera al proyecto de crowdfunding “como posible obra susceptible de ser protegida a través de la propiedad intelectual, de tal manera que puedan evitarse o, en su caso, perseguirse, aquellas utilizaciones del mismo que no hayan sido autorizadas previamente por los titulares de los derechos correspondientes. E igualmente vetar el uso de los elementos configuradores y esenciales del proyecto frente a posibles plagios o copias. Sin embargo, es importante también tener en cuenta que la ejecución material del proyecto de crowdfunding puede dar como resultado la existencia de una creación intelectual a la que también se podría aplicar la normativa sobre derechos de autor y que, a estos efectos, serían considerada de manera independiente.”

financiar o capitalizar sus emprendimientos¹⁴. Se entiende, además, que el movimiento de *crowdfunding* se configura como intensamente democrático, e incluso con cierta aura de populismo ya que se permite a miles o millones de personas crear una fuerza financiera con el poder de producir nuevos productos y, además, se rebela contra la obtención de fondos tradicional¹⁵. Interesante resulta asimismo el encuadramiento del *crowdfunding* como una modalidad del “*shadow banking*”¹⁶.

La doctrina ha apuntado a una evolución de los conceptos y proyectos que han llevado al desarrollo del *crowdfunding*, iniciándose desde el proyecto receptor de un Nobel como es el *Graamen Bank*, hasta la trasposición de un modelo similar en el ámbito de internet con plataformas como *Kiva.org* que, lanzada en 2005, se convirtió en una plataforma de microcréditos y micro financiación replicado en 2006 por *Prosper.com* como plataforma de préstamo entre particulares (*peer to peer*)¹⁷. Las principales plataformas de *crowdfunding* fueron establecidas en Estados Unidos justo tras la crisis económica del 2008. La citada crisis azotó la economía mundial y especialmente la economía estadounidense tras la explosión de la burbuja inmobiliaria, crisis de las *subprime* y abuso de los productos derivados¹⁸. Bastante conocida en este sector es la plataforma *Indiegogo* que fue fundada en 2008¹⁹, si bien la expansión del fenómeno de canales alternativos de financiación continuó con el lanzamiento del *Kickstarter* en 2009

¹⁴ BRUMMER, C., “Disruptive Technology and Securities Regulation”, *Fordham Law Review*, 84, (2015), pp.977-1052, p.1015, disponible en <https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5158&context=flr>, fecha de última consulta el 6 de mayo de 2023.

¹⁵ BROMBERG, A.R., LOWENFELS, L.D., and SULLIVAN, M.J. “Direct-Personal Dealing (Securities Broker-Dealers)”, *Bromberg & Lowenfels on Securities Fraud*, (2d ed.) December 2019 Update, Recurso electrónico, fecha de última consulta el 26 de abril de 2020, epígrafe [13:209 History of receiving funding from the crowd].

¹⁶ NAVARRO MATAMOROS, L., “Concepto y Clases”, *Crowdfunding: Cooperación Colectiva al Servicio de la financiación*, (dir. Lázaro Sánchez, E. y De la Vega García, F.), 1ª ed., agosto 2018, Recurso electrónico, epígrafe V [Conclusión] la cual entiende que “El crowdfunding como sistema de financiación colectiva, tanto de proyectos, como de empresas, es una modalidad de financiación alternativa al sistema bancario habitual y por tanto se inserta en el denominado «shadow banking» o «banca en la sombra», entendiendo por «banca en la Sombra» la definición que le dio el Consejo de Estabilidad de Financiera, según el cual, se trata de un «sistema de intermediación crediticia conformado por entidades y actividades que están fuera del sistema bancario tradicional.»

¹⁷ BRUMMER, C., “Disruptive Technology”, *cit.*, p.1016.

¹⁸ TAPIA FRADE, A.D., “La regulación del equity crowdfunding en el Derecho de EE.UU. Referencia a la Jumpstart our business startups (JOBS) Act — h.r. 3606”, *Crowdfunding: Aspectos Legales.*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico, epígrafe I [Marco Contextual].

¹⁹ FREEDMAN, D.M./NUTTING, M.R., “A Brief History of Crowdfunding Including Rewards, Donation, Debt, and Equity Platforms in the USA” 2014-2015, pp. 1-11, p. 2, disponible en <https://pdf4pro.com/view/a-brief-history-of-crowdfunding-david-m-freedman-219ec7.html>, fecha de última consulta el 6 de mayo de 2023.

orientado principalmente a proyectos creativos y desarrollando otros modelos de *crowdfunding* como el de recompensa (*rewards*)²⁰.

Algunos otros han apuntado los orígenes de esta opción a una época anterior y conciben como los antecedentes del actual desarrollo del *crowdfunding* a la plataforma *ArtistShare* establecida en 2003²¹. *ArtistShare* empezó como una página web en la que los músicos podían obtener donaciones y fue evolucionando hasta una plataforma de *fundraising* para proyectos audiovisuales principalmente y de música²².

Se ha entendido que los poderes públicos en los Estados Unidos buscaban “un marco regulador propicio para que las empresas de pequeña o mediana capitalización mejorasen sus alternativas de financiación”²³. Como se destaca por la doctrina, la evolución de las opciones de *crowdfunding* despertó el interés de los emprendedores y Wall Street, para explorar la opción de plataformas y mecanismos similares, pero en relación con valores negociables (*crowdfunding* de inversión), si bien tal opción conllevaba aparejadas ciertas dificultades ya que los valores implican beneficios. De resultar de aplicación esta opción, conllevaría la necesidad de registro y declaración por la *Securities Act*, y la necesidad de informes periódicos por la *Exchange Act*. Además, la legislación en el momento no contemplaba “exenciones” al régimen general de las ofertas al público de valores negociables, sobre todo de la obligación de publicar folleto informativo y los demás requerimientos de la *Securities Act* de 1933. Las exenciones que podrían haber resultado aplicables en ese momento, la *Regulation D* y la *Rule 144A*, no eran susceptibles de ser aplicadas en los casos de petición de financiación canalizadas a través de internet²⁴.

Si bien en el ámbito propiamente normativo, cabe mencionar como antecedentes de la actual regulación del *crowdfunding*, las plataformas de valores bajo la primera *Regulation D*, tales plataformas bajo la *Regulation D* permitían la obtención de una cantidad ilimitada de capital en cada una de las ofertas que realizaban si bien se establecía

²⁰ BRUMMER, C., “Disruptive Technology”, *cit.*, p.1016-107.

²¹ En este sentido FREEDMAN, D.M./NUTTING, M.R., “A Brief History of Crowdfunding”, *cit.*, p. 1. BADIA, M., “Crowdlending: prestamos para pymes y autónomos”, *Crowdfunding: Aspectos Legales.*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico, epígrafe I. [Origen y Concepto de Crowdlending] donde la autora menciona que “en 2003 ArtistShare fue la primera plataforma que empezó a utilizar este tipo de financiación cuando el término ni siquiera había surgido, era lo que ellos llamaban el «fan funding».”

²² FREEDMAN, D.M./NUTTING, M.R., “A Brief History of Crowdfunding”, *cit.*, p. 1.

²³ TAPIA FRADE, A.D., “La regulación del equity crowdfunding”, *cit.*, epígrafe I [Marco Contextual]

²⁴ BRUMMER, C., “Disruptive Technology”, *cit.*, p.1017.

la limitación de que la oferta solo podía realizarse a inversores acreditados. De ahí, como acertadamente indica un sector doctrinal, el hecho de que los profesionales de los valores no se refieran a las ofertas que se realizan bajo la *Regulation D* como ofertas de *crowdfunding*²⁵.

Para solventar el problema, se aprobó en 2012 la ley *Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act* (en adelante *JOBS Act*), que permitía expandir el mecanismo de *crowdfunding*, de los supuestos de donación y recompensa (*reward*) a los de valores²⁶. Permitió a una compañía la obtención de financiación del público general de hasta 1 millón de dólares en un periodo de 12 meses, estableciendo un máximo de inversión a los inversores determinado con base a los ingresos o patrimonio²⁷.

Como antecedentes en el ámbito comunitario, cabe destacar la evaluación de impacto de la posibilidad de una proposición legislativa para el establecimiento de un marco legal europeo para la financiación de *crowdfunding* que se inició en el año 2017 por parte de la Comisión Europea²⁸. En marzo del año 2018 se determinó y se propuso una regulación para los proveedores de servicios de *crowdfunding* europeos para la profundización de la Unión de mercados de capitales²⁹. En el análisis de impacto, la Comisión Europea introdujo varias propuestas legislativas alternativas para la regulación de las plataformas de *crowdfunding* en Europa, que variaban desde el mantenimiento de las legislaciones europeas y nacionales al respecto, hasta el establecimiento de un marco legal específico³⁰. Entre ellas se planteaba el mantenimiento del marco regulatorio

²⁵ FREEDMAN, D.M./NUTTING, M.R., “A Brief History of Crowdfunding”, *cit.*, p. 5.

²⁶ BRUMMER, C., “Disruptive Technology”, *cit.*, p.1018. El carácter pionero de la legislación de Estados Unidos con la promulgación de la *JOBS Act* en 2012 se pone de manifiesto por la comparación con la fecha de promulgación de similar legislación en otros ordenamientos. En este sentido, conviene destacar la declaración que la organización internacional Comisión de Valores (IOSCO) publicó el 21 de diciembre de 2015 sobre la regulación del *crowdfunding*. En base al citado informe, sobre la encuesta llevada a cabo entre sus veintitrés miembros, la mayoría de las regulaciones de *crowdfunding* solo se habían desarrollado e implementado con carácter reciente, a fecha de 2015. *Vid.* Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV-IOSCO) Statement on Addressing Regulation of Crowdfunding, December 2015, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD521.pdf>, fecha de última consulta el 6 de mayo de 2023.

²⁷ BRUMMER, C., “Disruptive Technology”, *cit.*, p.1018.

²⁸ GUTFLEISCH, G., “Prospects for Future EU Legislation on Crowdfunding and Initial Coin Offerings” *Banking & Financial Services Policy Report*, 37, No. 8 (2018), Recurso electrónico, p. 4-13, p. 4, epígrafe [Crowdfunding] disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3353394, fecha de última consulta el 6 de mayo de 2023.

²⁹ GUTFLEISCH, G., “Prospects for Future EU Legislation on”, *cit.*, p. 4, epígrafe [Crowdfunding].

³⁰ GUTFLEISCH, G., “Prospects for Future EU Legislation on”, *cit.*, p. 5, epígrafe [The Commission Proposal on Crowdfunding].

europeo tal y como estaba, lo cual en parte solucionaba el problema de los diferentes estándares establecidos en los Estados miembros de la Unión Europea³¹. Una segunda opción planteada era la implementación de ciertas políticas (*soft-law policies*) para las plataformas de *crowdfunding*, pero con un carácter no vinculante estableciendo recomendaciones o estándares mínimos con buenas prácticas³².

La Comisión Europea presentó la propuesta de reglamento sobre los proveedores de servicios de *crowdfunding* en marzo de 2018, con el objetivo de facilitar la prestación de servicios de *crowdfunding* en toda la UE. Hasta ese momento, se encontraba regulada principalmente por las legislaciones nacionales, y entre otros, le resultaba aplicable, por estar incluida en sus respectivos ámbitos de aplicación, el régimen establecido en la Directiva 2014/65/UE sobre mercados de instrumentos financieros (MiFID II)³³; la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que se publicará cuando los valores se ofrezcan al público o se admitan a cotización; la Directiva (UE) 2015/2366 sobre servicios de pago en el mercado interior; la Directiva 2005/29/CE sobre prácticas comerciales desleales entre empresas y consumidores en el mercado interior³⁴.

La razón de la existencia de una regulación específica para el *crowdfunding* financiero, como ha sucedido en Estados Unidos y España, y como acertadamente identifica un sector doctrinal, viene precisamente porque en este, los inversores esperan obtener un rendimiento económico de ahí la necesidad de la necesidad de una protección mayor, mientras que en las otras modalidades sus motivaciones no son lucrativas per se, aunque ello no condona la existencia de fraude o abuso en estas otras modalidades³⁵.

³¹ GUTFLEISCH, G., “Prospects for Future EU Legislation on”, *cit.*, p. 5, epígrafe [The Commission Proposal on Crowdfunding].

³² GUTFLEISCH, G., “Prospects for Future EU Legislation on”, *cit.*, p. 6, epígrafe [The Commission Proposal on Crowdfunding].

³³ DIBLIK, J., TOPINKA, J. & AMLER, P., “FinTech in the Czech Republic: overview”, *Practical Law Country Q&A w-014-8515*, Law stated as of 01 May 2018, Thomson Reuters Westlaw, Recurso electrónico, epígrafe [Regulatory Environment: Alternative Finance].

³⁴ DIBLIK, J., TOPINKA, J. & AMLER, P., “FinTech in the Czech Republic”, *cit.*

³⁵ Ver en este sentido a PEDREIRA MENENDEZ, J., “Fiscalidad de las operaciones”, *cit.*, epígrafe II [El “crowdfunding” financiero y su fiscalidad], al entender que “A mi juicio, la norma busca otorgar una protección al inversor, fomentando de esta forma el crowdfunding como instrumento alternativo de financiación⁴. Sin embargo, no considera que esta protección sea precisa en el crowd-funding filantrópico, entendiéndose por tal aquel en el que las motivaciones del financiador ya no son esencialmente lucrativas.”

2. Contexto económico y social.

2.1 Contexto económico

Es una afirmación generalizada en la doctrina que los préstamos bancarios de carácter tradicional son a menudo más difíciles de obtener para las pequeñas empresas ya que la mayoría de estas carecen de la garantía, el crédito y el historial operativo necesario para que la mayoría de los bancos otorguen un préstamo comercial³⁶. Se ha entendido que las empresas de reducido tamaño tienen más problemas en el acceso al crédito bancario debido a la escasez de su patrimonio y al hecho de que su reducido tamaño también compromete sus opciones de optar a la emisión de acciones, bonos u obligaciones³⁷. También sirve como un complemento o un sustituto de la financiación para aquellas empresas emprendedoras y nuevas empresas que tienen las dificultades de obtener capital en ocasiones porque son demasiado complejas, arriesgadas o incluso porque no han sido correctamente presentadas (*pitched*) en el momento de solicitar la financiación³⁸.

A ello se añade que las fusiones bancarias y la creación de bancos cada vez mayores tienden a preferir otorgar préstamos a compañías más establecidas, con menor riesgo y mayor rentabilidad, dado que los préstamos son mayores³⁹. Todo ello es de una importancia máxima ya que el adecuado acceso a canales de financiación tiene un impacto determinante en las posibilidades de supervivencia y crecimiento de un proyecto⁴⁰.

³⁶ Ver en este sentido entre otros, WON, J., “Jumpstart Regulation Crowdfunding: What is Wrong and How to Fix it”, *Lewis & Clark Law Review*, (2018), pp. 1393-1429, p. 1411. Ver también ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión*, cit., epígrafe [Introducción].

³⁷ Vid. En este sentido ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El “Equity Crowdfunding” o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. 61, pp.13-58, p. 15.

³⁸ OECD, “New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing Broadening the Range of Instruments”, pp.1-119, p.56, Recurso electrónico, disponible en <https://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf>, fecha de última consulta el 15 de julio de 2023. Vid. también SÁNCHEZ RUÍZ, M., “La (débil) posición jurídica del socio inversor no acreditado en el equity crowdfunding”, *Derecho de Sociedades: Los Derechos del Socio*, Dir. González Fernández, M.B. y Cohen Benchetrit, A., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, Recurso electrónico, pp. 1141-1160, p.1147.

³⁹ Ver en este sentido, entre otros, WON, J., “Jumpstart Regulation”, cit., p. 1411.

⁴⁰ Ver en este sentido RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., “La responsabilidad de las plataformas: Alcance, límites y estrategias”, *Crowdfunding: Aspectos Legales*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico, epígrafe I. [Crowdfunding en contexto: un “mercado de mercados” y una “comunidad de comunidades”], quien entiende que “El acceso a fuentes de financiación en condiciones adecuadas determina la supervivencia de proyectos, iniciativas y empresas y define sus posibilidades de crecimiento”.

Una de las funciones esenciales de la industria financiera ha sido precisamente decidir las compañías e individuos que eran merecedores de recibir financiación o préstamos⁴¹.

El *Fintech* o tecnología financiera ha roto el monopolio que antes tenían principalmente los bancos para la financiación y obtención de capital y ha abierto un canal alternativo de acceder a la financiación para consumidores y empresas. La utilización de *Fintech* permite, por ende, ampliar el acceso a financiación y reducir los costes. Tradicionalmente para las empresas innovadoras o que comenzaban sus operaciones, las opciones para la obtención de capital eran principalmente las ofertas públicas y acudir a empresas de capital riesgo⁴².

Ese panorama se ha visto modificado con la aparición del *crowdfunding* y, en particular, del *equity crowdfunding*, que facilita transacciones completamente online en las cuales las plataformas de intermediación sirven de intermediarios en la operación⁴³. Se ha puesto por tanto de manifiesto, que el *crowdfunding* está revolucionando los mercados de capitales y la obtención de este, y se ha visto cómo el objetivo principal del *Fintech* es la reducción de los costes de transacción para la mejora de la captación de capital en una amplia variedad de mercados⁴⁴.

El mecanismo de *crowdfunding* sirve por tanto para ofrecer una alternativa a la financiación de las empresas. Se han destacado diversas razones por las cuales una empresa puede necesitar obtener capital privado de inversores minoritarios; 1) por un lado, puede tratarse de emprendedores con un plan de negocios pero sin suficientes fondos para financiar los requerimientos iniciales de capital; 2) una *start-up* que bien sea demasiado especulativa, o sin suficientes activos, de manera que no le sea factible la obtención de préstamos bancarios; 3) empresarios que requieran capital adicional para expandir sus operaciones; 4) incluso compañías ya establecidas pueden no tener un

⁴¹ MAGNUSON, W., “Regulating Fintech”, *Vanderbilt Law Review*, 71, 1167, May 2018, pp.1167-1226, p. 1179.

⁴² MAGNUSON, W., “Regulating Fintech”, *cit.*, p.1180.

⁴³ MAGNUSON, W., “Regulating Fintech”, *cit.*, p.1180-1181. Ver también en este sentido ZUNZUNEGUI, F., “Encuadre sistemático y conceptual”, *cit.*, p.40 que pone de manifiesto el carácter eminentemente de intermediación del crowdfunding al entender que “Son intermediarios que prestan servicios de mercado. Por esta razón, no resulta muy apropiado calificar la financiación participativa como mecanismo de desintermediación financiera”, y SÁNCHEZ RUÍZ, M., “La (débil) posición jurídica del socio”, *cit.*, p.1142, quien entiende que “La actividad típica que desarrollan las plataformas de financiación participativa consiste en la intermediación para facilitar la contratación”.

⁴⁴ MAGNUSON, W., “Regulating Fintech”, *cit.*, p.1183.

historial financiero lo suficientemente robusto que les permita obtener financiación en mercados de deuda o de valores (*public equity or debt markets*) y 5) asimismo, compañías que estén sobreendeudadas, y con problemas de liquidez, podrían optar por captar inversiones de carácter minoritario⁴⁵.

El propio Banco de España ha puesto de manifiesto que el sector bancario español ha sido un elemento clave en la financiación de las compañías y sociedades españolas, con un papel mucho más relevante que la utilización del mercado de valores o del capital riesgo⁴⁶. En parte, esto se debe a la propia estructura del mercado en el que hay una presencia significativa de las pequeñas y medianas empresas, generalmente con mayores dificultades para la oferta de acciones a través de los mercados regulados tanto por el coste de estas como por los problemas de asimetría de información⁴⁷. El Banco de España destaca, además, que en los últimos años se ha optado por un incremento de la desintermediación y el recurso a la obtención de fondos a través de sistemas multilaterales de negociación, ahora denominado “BME Growth”, Bolsas y Mercados Españoles, y de entidades de capital riesgo, como el “Mercado Alternativo Bursátil” (MAR) y el “Mercado Alternativo de Renta Fija” (MARF), de otras opciones como el capital riesgo, o como las que ocupan el tema central de esta tesis: el *crowdfunding*⁴⁸. En el caso de Estados Unidos, la situación en cuanto a la financiación no es mucho más distinta. Se ha puesto de manifiesto las limitaciones existentes para la financiación de las pequeñas empresas donde más del 50% de su capital viene por capital externo o deuda, todo ello conjugado con unos índices de aprobación de préstamos bastante limitados según menciona la doctrina (29% para grandes bancos, 40% para cooperativas de créditos y 50% para bancos de tamaño más reducido)⁴⁹. En similar sentido el Considerando Tercero

⁴⁵ Practical Law Corporate & Securities, “Minority Investments: Overview”, Practice Note Overview 1-422-1158, Thomson Reuters Westlaw, Recurso electrónico., fecha de epígrafe [Categories of Minority Investments]

⁴⁶ GARCÍA-VAQUERO, V. y ROIBÁS, I., “Recent developments in nonbank financing of Spanish firms”, *Economic Bulletin 4/2018 Analytical Articles*, 15 noviembre 2018, p.1. En este sentido ver también, LOPEZ ORTEGA, R., “Las plataformas de financiación”, *cit.*, p. 157, la cual establece que “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 coste”

⁴⁷ GARCÍA-VAQUERO, V. y ROIBÁS, I., “Recent developments in nonbank”, *cit.*, p.1.

⁴⁸ GARCÍA-VAQUERO, V. y ROIBÁS, I., “Recent developments in nonbank”, *cit.*, p.1.

⁴⁹ DOLATABADI, I., FRACASSI, C., y YANG, L., “Equity Crowdfunding in the U.S.”, Octubre 2021, Recurso electrónico, epígrafe [Introduction], p.1-49, p.2, disponible en

del Reglamento (UE) 2020/1503 ya que reconoce que la falta de acceso a la financiación se plantea como un problema incluso en aquellos países en los que la posibilidad de acceder a la financiación bancaria se ha mantenido incluso durante la crisis.

Los cambios en la estructura de financiación se han puesto de manifiesto a través del incremento en la utilización de recursos propios y con una reducción llamativa de la presencia de préstamos en los balances de las empresas, así como en el incremento de la autorización de valores representativos de préstamos⁵⁰. El incremento de la utilización de las obligaciones y del recurso a alternativas a la utilización de financiación a través de préstamos bancarios tiene su origen en parte en las medidas introducidas por la Ley 7/2015 ya que se eliminaron los límites cuantitativos antes aplicables a las sociedades anónimas y se introdujo la posibilidad de la emisión de obligaciones para las sociedades de responsabilidad limitada, si bien con ciertas restricciones⁵¹. A finales de 2017 la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ya había autorizado 26 plataformas de financiación participativa entre las cuales 11 estaban autorizadas para el *equity crowdfunding* y 5 eran mixtas, préstamos y *equity*, las cuales permitían, asimismo, la utilización del *crowdfunding*⁵².

El potencial económico de las plataformas de financiación participativa o plataformas de *crowdfunding* como modelo alternativo de financiación a los canales más tradicionales es evidente. En este sentido, conviene destacar las más que respetables cantidades obtenidas a nivel mundial a través de este tipo de campañas, las cuales superaron los 760 millones de dólares en 2015⁵³ y se proyecta que el valor de transacción en el segmento de *crowdfunding* alcance los US\$1.140 millones en 2023⁵⁴. Una de las plataformas más exitosas a nivel americano, *Kickstarter* ha financiado desde su inicio en 2009 y hasta abril de 2018, 397.598 proyectos, con unas cantidades financiadas de más 3.600 millones y con una ratio actual de éxito de 36,02 por ciento, si bien estas cantidades incluyen diversos tipos de campañas de *crowdfunding*, tanto financiero como no

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3934662, fecha de última consulta el 17 de junio de 2023.

⁵⁰ GARCÍA-VAQUERO, V. y ROIBÁS, I., “Recent developments in nonbank”, *cit.*, p.1.

⁵¹ GARCÍA-VAQUERO, V. y ROIBÁS, I., “Recent developments in nonbank”, *cit.*, p.2.

⁵² GARCÍA-VAQUERO, V. y ROIBÁS, I., “Recent developments in nonbank”, *cit.*, p.10

⁵³ Estadísticas disponibles en <https://www.statista.com/statistics/360512/funds-raised-via-crowdfunding-globally/> fecha de última consulta el 6 de mayo de 2023.

⁵⁴ Estadísticas disponibles en <https://www.statista.com/outlook/dmo/fintech/digital-capital-raising/crowdfunding/worldwide> fecha de última consulta el 6 de mayo de 2023.

financiero⁵⁵. Además, según estimaciones del Banco de España, el mercado chino es el más importante en términos de volumen de *crowdfunding*, con un 80 % de la cuota, seguido por Estados Unidos con un 11% y España con un 0.2 % en el mercado⁵⁶ y por lo tanto este último con un evidente margen de expansión y mejora. En cuanto a la penetración del *crowdfunding* en España es ciertamente mejorable, y se ha considerado con “crecimiento modesto” además de que un número significativo de las plataformas que operan en España son “extranjeras o tienen su base central fuera de nuestro país”⁵⁷. Si bien un sector doctrinal ha entendido que el *crowdfunding* sin una regulación adecuada para la protección de los inversores puede convertirse en una amenaza para la estabilidad del sistema financiero de ahí la necesidad que no se enfoque todo en un crecimiento sin control y protección adecuada de los inversores⁵⁸.

En el mismo sentido, dentro de las modalidades de financiación actual para los emprendedores fuera de los canales más tradicionales, además de destacar los *business angels*, el capital riesgo, o el *crowdfunding* objeto de estudio en el presente trabajo, ha de añadirse la nueva *initial coin offering* o *crypto-assets offering* (ICO) que a través de la tecnología *blockchain*, se está erigiendo como una potente alternativa asimismo a la desintermediación⁵⁹. La tecnología de *blockchain* está cambiando la actual economía de tal manera que actualmente se puede realizar transacciones entre particulares sin necesidad de los denominados intermediarios de confianza⁶⁰. Esta tecnología permite que

⁵⁵ Estadísticas disponibles en <https://www.statista.com/statistics/251727/projects-and-dollars-overview-on-crowdfunding-platform-kickstarter/> fecha de última consulta el 6 de mayo de 2023. Si bien se ha de destacar que la especialización de Kickstarter era principalmente en *crowdfunding* de recompensa (*reward crowdfunding*).

⁵⁶ GARCÍA-VAQUERO, V. y ROIBÁS, I., “Recent developments in nonbank”, *cit.*, p.10.

⁵⁷ RAMOS, J. Y GONZALEZ, A., “La financiación participativa (Crowdfunding) en datos”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p.144, los cuales entienden que “Esto ha llevado al último informe de Cambridge (2019) a definir la situación del crowdfunding en España como de “healthy but modest growth”, saludable pero con un crecimiento modesto” y “En este sentido, aunque hay una alta correlación entre el número de plataformas y el volumen de recaudación, el problema en España no es de plataformas donde invertir, prestar, comprar o donar. De hecho 13 de las 39 plataformas que operan en España son extranjeras o tienen su base central fuera de nuestro país, lo que dice mucho de la salud de nuestro sector.”

⁵⁸ Ver en este sentido ZUNZUNEGUI, F., “Encuadre sistemático y conceptual”, *cit.*, p.46 quien entiende que “El desarrollo de la financiación participativa constituye una amenaza para la estabilidad de sistema financiero, y no es sostenible sin una adecuada protección de los inversores”

⁵⁹ PIETREWICZ, L., “Emerging trends in entrepreneurial finance: The rise of ICOs”, *INE PAN Discussion Paper*, 30 November 2017, p.1-16, p. 3, disponible en https://www.researchgate.net/publication/322197042_Emerging_trends_in_entrepreneurial_finance_The_rise_of_ICOs, fecha de última consulta el 7 de mayo de 2023.

⁶⁰ MAUPIN, J., “Mapping the Global Legal Landscape of Blockchain and Other Distributed Ledger Technologies”, *CIGI Center for International Governance Innovation Papers*, No. 149 — October 2017, pp. 1-16, p.13, Recurso electrónico, disponible en

a través de registros que se encuentran descentralizados y distribuidos entre los diversos miembros de la red se registran las transacciones, la transferencia de activos y de información a través de una red de particulares⁶¹. Los ICOS por ahora pueden plantear una potencial competencia con el *crowdfunding*, tal y como indican algunos autores, ya que se puede en principio obtener unas mayores cantidades de recursos y con mayor rapidez que en el caso de las plataformas de *crowdfunding* convirtiéndose, por ende, en una atractiva opción para la financiación⁶². Los ICOs no siguen exactamente el mismo modelo que en el caso del *crowdfunding*. En el *crowdfunding* se utilizan plataformas operativas en internet para poner en contacto a promotores de proyectos con inversores; la tecnología es por tanto más simplificada y la novedad reside en la posibilidad de alcanzar o contactar con multitud de inversores interesados y, posteriormente, a través de las plataformas de pago, canalizar los mismos y perfeccionar las inversiones de los consiguientes a los proyectos de *crowdfunding*. En el caso de los ICOs, el modelo se diferencia en una mayor complejidad a nivel técnico al utilizar la tecnología *blockchain* para la verificación, intercambio y registro de las transacciones, utilizándose principalmente los criptoactivos como medios de pago y los tokens los cuales se englobarían posiblemente estos últimos en el ámbito de los títulos valores⁶³. Aclara el Considerando 14 del Reglamento (UE) 2020/1503 que las características de los criptoactivos “difieren considerablemente de los servicios de financiación participativa regulados en el [...] Reglamento”⁶⁴.

Otras opciones que se han planteado en el ámbito del *crowdfunding* han sido, a través de asociaciones estratégicas entre bancos y plataformas de *crowdfunding*, conllevando modelos híbridos en los que se ofertaban modalidades más tradicionales de préstamo junto con la posibilidad de campañas de *crowdfunding*⁶⁵. Una de las circunstancias que suelen acaecer en el caso de las empresas *start-ups*, además, es el hecho de que las mismas suelen ser ilíquidas y sujetas a restricciones a la transmisión de

<https://www.cigionline.org/static/documents/documents/Paper%20no.149.pdf>, fecha de última consulta el 29 de julio de 2023. Si bien los portales de financiación o proveedores de servicios de financiación participativa pueden cumplir cierta función de garantía. Ver en este sentido *Capítulo III* del presente trabajo.

⁶¹ MAUPIN, J., “Mapping the Global Legal”, *cit.*, p.14.

⁶² PIETREWICZ, L., “Emerging trends in entrepreneurial”, *cit.*, p. 4.

⁶³ PIETREWICZ, L., “Emerging trends in entrepreneurial”, *cit.*, p. 5-6.

⁶⁴ Considerando 14 del Reglamento (UE) 2020/1503

⁶⁵ PICKEN, S., “Will the rise in alternative funding solutions rival or revive bank lending?”, *Expert Analysis*, 23 No. 25 *Westlaw Journal Derivatives*, November 2, 2017, Thomson Reuters Westlaw, pp. 1-4, p.3.

las acciones o de las participaciones sociales⁶⁶, lo que conlleva que los inversores deban mantener las inversiones hasta la venta de la *start-up* o que acontezca otra situación similar que posibilite la desinversión o salida (*exit*) a los inversores sobre todo a los minoritarios⁶⁷.

Es importante destacar, asimismo, determinadas disposiciones que se pueden incluir, además, ligadas a la propiedad de acciones las cuales conllevan unas implicaciones específicas en los casos de *crowdfunding*. A efectos de prevenir los posibles riesgos derivados de dilución de la participación y/o de pérdida de control en la sociedad se ha propuesto por un sector doctrinal opciones como “la emisión/creación de acciones/participaciones sin voto, la de acciones/participaciones con significativa prima y la concertación de pactos para-sociales que regulen las más previsibles eventualidades según el tipo social de que se trate”⁶⁸.

Son cláusulas estatutarias o bien contractuales, pactos entre socios, también llamados “pactos para-sociales”, extraestatutarios concertados entre todos o una parte de los socios y/o terceros; a veces también suscritos por la propia sociedad a que se refieren. Entre ellas destacan el derecho de *tag-along* (derecho de acompañamiento) el cual provee el derecho al inversor minoritario de vender proporcionalmente su parte de acciones de la *start-up* si uno de los inversores principales vende sus acciones a un tercero⁶⁹. A ROFO (*right of first offer*) (derecho de adquisición preferente) da el derecho de adquirir las acciones de los fundadores o de inversores principales antes de la transmisión a un tercero⁷⁰. Otra opción importante es el derecho de *drag-along* (derecho de arrastre) el cual permite forzar la venta de las acciones por parte de aquellos con intereses substanciales, mayoritarios o de control, sin la posibilidad de que los accionistas minoritarios

⁶⁶ Practical Law Corporate & Securities, “Strategic Equity Investments in Startups”, Practice Note w-006-4136, Thomson Reuters, (2020), Recurso electrónico, fecha de última consulta el 10 de marzo de 2020, epígrafe [Transfer and Redemption Rights].

⁶⁷ Practical Law Corporate & Securities, “Strategic Equity Investments”, *cit.*, epígrafe [Transfer and Redemption Rights].

⁶⁸ LAZARO SANCHEZ, E.J, “Crowdfunding : una fórmula de cooperación económica en la era digital”, *Crowdfunding: Cooperación colectiva al servicio de la financiación*, Dir. Lázaro Sánchez E.J. y De la Vega García, F. , M., Ed. Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2018, Recurso electrónico, epígrafe III 1.1 [La multi-inversión en el capital social («equity crowdfunding» o «crowd-investing»)]

⁶⁹ Practical Law Corporate & Securities, “Strategic Equity Investments”, *cit.*, epígrafe [Transfer and Redemption Rights].

⁷⁰ Practical Law Corporate & Securities, “Strategic Equity Investments”, *cit.*, epígrafe [Transfer and Redemption Rights].

perjudiquen o interfieran en la venta, mediante su participación en la negociación de los términos de esta⁷¹.

Resulta importante también entender que tipo de operación de *crowdfunding* puede estar en la mente del inversor cuando se decide a invertir y conjugar ello con la realidad de ser un ámbito de financiación donde también se producen innumerables fracasos. En este sentido, algún autor ha destacado el que podría haber sido un ejemplo de *crowdfunding* como es el caso de Facebook. En esta empresa durante los primeros siete años de su existencia (2004–12), solo a amigos, familiares e inversores acreditados se les permitió comprar acciones de la misma, mientras que a los inversores de la masa les estaba prohibido. Posteriormente se les permitió a estos el acceso a través de una oferta pública (IPO), pero para entonces los primeros rendimientos especulativos con las consiguientes sustanciales ganancias ya habían sido obtenidos por ese círculo cerrado⁷². De manera que de algún modo esas sustanciales “ganancias” estaba vetada a la “masa” hasta la aparición exención del *crowdfunding*. Si bien es conveniente entender, que con las oportunidades vienen los riesgos, y, por ende, la necesidad de protección del inversor ya que no todas las *start-ups* se acaban convirtiendo en el éxito de Facebook.

2.2 Consideraciones sociales

Considerado el *crowdfunding* como una manifestación de los “movimientos sociales de implicación comunitaria y acción colectiva”⁷³ por cierto sector doctrinal conviene hacer referencia a su dimensión y consideraciones sociales. En este sentido se ha destacado, como una “manifestación más de los movimientos sociales de actuación y emprendimiento colectivo colaborativo” y como “una forma de financiación colectiva”⁷⁴. Una de las ventajas relativas a las plataformas de *crowdfunding* que se han aducido por varios autores, es la posibilidad de proporcionar a los individuos que no eran considerados *creditworthy* o “susceptibles de crédito” la posibilidad de obtener financiación, así como

⁷¹ Practical Law Corporate & Securities, “Strategic Equity Investments”, *cit.*, epígrafe [Sale and Registration Rights].

⁷² SCHWARTZ, A., “Crowdfunding Securities”, *Notre Dame Law Review*, Volume 88 | Issue 3, 2013, p. 1457-1490, p. 1474.

⁷³ RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., “La responsabilidad de las plataformas: Alcance, límites”, *cit.*, epígrafe I. [Crowdfunding en contexto: un “mercado de mercados” y una “comunidad de comunidades”]

⁷⁴ LOPEZ ORTEGA, R., “Las plataformas de financiación”, *cit.*, p. 158.

a los pequeños inversores las oportunidades de inversión⁷⁵. De hecho, se ha puesto de manifiesto por un sector doctrinal que los canales de financiación tradicionales no estaban cubriendo las demandas de los clientes y que por ejemplo en la Unión Europea hasta un 13% de las solicitudes de las pequeñas y medianas empresas para financiación eran rechazadas⁷⁶. Además, si bien se permite a través del mecanismo de *crowdfunding* a los pequeños inversores oportunidades de inversión en productos en los que los retornos pueden ser más altos que en otros productos de inversión de perfil más conservador, el mismo viene acompañado en general por un riesgo mayor. Una de las principales diferencias con relación a la determinación del riesgo viene establecida por el hecho de que, a través de canales más tradicionales como la financiación bancaria, las entidades de crédito realizan un análisis de diligencia debida con relación al riesgo, si bien esta opción no se encuentra disponible de la misma manera para los pequeños inversores en las plataformas de *crowdfunding*, que no tienen la misma posibilidad de evaluar los riesgos de la inversión. A efectos de paliar esos riesgos para los inversores, las regulaciones en esta materia tratan de establecer ciertas salvaguardas a través de la solicitud de información y la imposición de responsabilidades para los emisores y otros sujetos, que serán responsables de la veracidad y completitud de la información facilitada⁷⁷. En este sentido, se ha visto por cierto sector doctrinal un intento por la propia Ley 5/2015 de querer dotar de una función de garante a los operadores de *crowdfunding* o proveedores de servicios de financiación participativa precisamente derivado del concepto de tercero de confianza que evalúa la selección de los proyectos⁷⁸.

Con relación al interés de los inversores en participar en ofertas de *crowdfunding*, existen diversas razones que pueden llevar a un inversor minoritario a decidirse a participar en una campaña de *crowdfunding*. Entre ellos se destaca por la doctrina además del posible rendimiento económico, la posibilidad de acceder a una tecnología disruptiva

⁷⁵ GOLUBIC, G., “Do Digital Technologies Have the Power to Disrupt Commercial Banking”, *6 Journal for International and European Law, Economics and Market Integrations* 83, (2019), pp.83-110, p.106.

⁷⁶ GOLUBIC, G., “Do Digital Technologies Have”, *cit.*, p.92.

⁷⁷ GOLUBIC, G., “Do Digital Technologies Have”, *cit.*, p.94.

⁷⁸ Ver en este sentido RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLEL, T., “Responsabilidad de las plataformas de financiación participativa”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuena Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p.527 la cual entiende que “En estos casos, la ley parece querer conferir a las PFP una función de garante que podría generar en promotores, inversores y terceros la creencia o expectativa razonable de veracidad que les conduzca a confiar en estas señales del operador (que la identidad ha sido verificada, que la clasificación con respecto al riesgo es correcta, que la información es completa) y adoptar una decisión en consecuencia.”

o emergente, permitir el desarrollo de un futuro cliente, proveedor o socio estratégico, colaboración con *start-up* en iniciativas de I+D, entre otras posibles motivaciones. Las empresas que reciben este tipo de financiación cuentan, además de con el evidente interés económico de acceso al capital que requieren, el interés de que se les permita acceder a ejecutivos con mayores conocimientos, accesos a redes de distribución o de validación de la empresa debido al cariz de alguno de sus inversores estratégicos⁷⁹.

El interés que ha suscitado la figura del *crowdfunding* se pone de manifiesto, además, a través de los distintos estudios que se están realizando, algunos de ellos centrados en aquellas características que pueden asegurar el éxito del proyecto tales como los que vinculan o relacionan el discurso de enganche (*pitch*) de inversores y el éxito de la campaña de obtención de fondos, o los que se centran en la novedad del proyecto de financiación y su correlación con el éxito de la campaña⁸⁰. Algunos de ellos son tan específicos que están centrados en los factores que influyen las decisiones para realizar aportaciones específicamente a los proyectos publicitados en la plataforma *Kickstarter*⁸¹. Además, se ha mencionado por algunos autores qué valores (ej. medioambiente, protección animal, energías renovables), consideraciones sociales, políticas y de otro tipo, distintas de las puramente económicas, son cada vez más, tenidas en cuenta por los inversores, por lo que deberán existir mecanismos específicos que satisfagan estas necesidades⁸².

El *crowdfunding* como mecanismo que utiliza internet como medio para acceder a una pluralidad de personas se encuentra, de forma directa (ej. a través de la publicidad de ofertas o plataformas por este medio) o indirecta (ej. dando a conocer este instrumento a diversos sectores de la población), relacionado con las redes sociales. En el desarrollo de la institución de *crowdfunding* debe destacarse por tanto el relevante papel que las redes sociales (*social networks*) han tenido a la hora de ofrecer apoyo y difusión a los

⁷⁹ Practical Law Corporate & Securities, “Strategic Equity Investments”, *cit.*, epígrafe [Reasons for a Minority Strategic Investment].

⁸⁰HORVAT, E.A., WACHS, J., WANG, R., HANNAK, A., “The Role of Novedosity in Securing Investors for Equity Crowdfunding Campaigns”, *Proceedings of the AAAI Conference on Human Computation and Crowdsourcing*, 6(1), 2018, pp.50-59, p.50.

⁸¹ *Vid.* en este sentido COLISTRA, R., DUVALL, K., “Show Me the Money: Importance of Crowdfunding Factors on Backers’ Decisions to Financially Support Kickstarter Campaigns”, *Social Media Society*, October-December 2017, pp. 1–12, disponible en <https://doi.org/10.1177/2056305117736942>

⁸² HENDERSON, M.T., RASKIN, M., “A Regulatory Classification “, *cit.*, p. 446-448.

proyectos⁸³. De hecho, ha sido argumentado que el capital obtenido tiene una relación positiva con la extensión de las redes sociales de los promotores⁸⁴. Algunos estudios concluyen, además, que las campañas de *crowdfunding* para proyectos con ánimo de lucro se beneficiarían de trabajar y utilizar el “capital social” derivado de las redes sociales para promover la *performance* o rendimiento de la campaña de *crowdfunding*⁸⁵.

En cuanto a la efectividad de las campañas, ciertos estudios han concluido que las campañas relativas a proyectos sin ánimo de lucro tienen un mejor rendimiento que aquellos que son establecidos con ánimo de lucro (como el *equity crowdfunding*) y la razón de ello se ha identificado con el hecho de que los objetivos de financiación de los proyectos sin ánimo de lucro son generalmente menores y por lo tanto más factibles de ser alcanzados⁸⁶.

2.3 Problemas de política legislativa asociados al crowdfunding

La doctrina ha identificado una serie de preocupaciones en el ámbito práctico derivadas de la utilización del mecanismo de *crowdfunding*, siendo estas precisamente las que los reguladores han tratado de gestionar en las legislaciones promulgadas. Como acertadamente se pone de manifiesto por algún autor, la principal preocupación a la hora de regular el *crowdfunding* es la protección de los inversores y no tanto la estabilidad financiera⁸⁷. Si bien es esencial la protección de los inversores de ahí que sea el aspecto crítico en el análisis de esta tesis, no se debe ignorar en un medio-largo plazo y dependiendo del éxito en la utilización del *crowdfunding*, el establecimiento de mecanismos para garantizar la estabilidad financiera y minimizar los posibles impactos negativos. Se procede por tanto a un análisis sucinto de la problemática identificada para luego proceder al análisis de como estas cuestiones han sido tratadas por ambos ordenamientos jurídicos.

⁸³ Vid. entre otros YANG, L., CHEN, Y., FAN, Z., “Do social network crowds help fundraising campaigns? Effects of social influence on crowdfunding performance”, *Journal of Business Research*, Volume 122, January 2021, pp. 97-108.

⁸⁴ LIAO, C., ZHU, Y., LIAO, X., “The Role Of Internal And External Social Capital In Crowdfunding: Evidence From China”, *Revista De Cercetare Si Interventie Sociala* 49, 2015, pp. 187-204, p. 188.

⁸⁵ LIAO, C., ZHU, Y., LIAO, X., “The Role Of Internal And External”, *cit.*, p. 201.

⁸⁶ LIAO, C., ZHU, Y., LIAO, X., “The Role Of Internal And External”, *cit.*, p. 194.

⁸⁷ ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión*, *cit.*, epígrafe 2.1 [Uso de Internet y de las Redes sociales].

Una de las primeras inquietudes ha sido la relativa al modelo de regulación de mecanismos tan novedosos y cambiantes. En relación con la regulación de las industrias de *Fintech* en los momentos más incipientes, y en pleno desarrollo de estas, se consideraba que una opción potencial, era la regulación propia por parte de la industria o *self-regulation*. Se entendía que los mismos se encontrarían en una posición más favorable para determinar los riesgos derivados de la industria, otras ventajas añadidas serían una menor intrusión por parte de los reguladores, menos requisitos administrativos y aprovechar el conocimiento de la industria, además de poder ser más flexible y adaptarse a los cambios, así como a la globalización o deslocalización. Esto, aunque sin duda plantea ciertas ventajas como se ha argumentado, conlleva asimismo la potencial desprotección por parte de los inversores, debido a que una autorregulación por parte de la industria puede no estar incentivada a eliminar ciertos comportamientos, que pese a ser lesivos en el conjunto de la industria y en su evolución, son por el momento rentables⁸⁸.

Algunos autores han hecho referencia a posibles métodos para la regulación de los fenómenos *fintech* y del *crowdfunding* en particular, y entre ellos se destaca la posibilidad de establecer códigos de conducta de la propia industria, de tal manera que serían los propios actores los que se controlarían a ellos mismos, determinarían las reglas básicas de la industria estableciendo estándares mínimos y aplicarían sanciones en casos de conductas no alineadas o de posibilidad del daño reputacional⁸⁹. Un razonamiento similar se sigue por los que abogan por el establecimiento de estándares internacionales y coordinación precisamente en los mercados o iniciativas en estados incipientes o en constante evolución⁹⁰. Una opción intermedia también aducida para la regulación inicial de productos innovadores son las denominadas “*sandboxes*”, que permiten a los inversores la experimentación en condiciones de mercado real, básicamente a través de un ámbito regulatorio más relajado que permita la experimentación y la supervisión⁹¹.

Otra opción más específica en las regulaciones es el otorgamiento de licencias para llevar a cabo determinados tipos de actividad y determinar quién entra en el mercado como actor. Esta opción de licencias puede a su vez ser basada en criterios específicos y

⁸⁸ MAGNUSON, W., “Regulating Fintech”, *cit.*, p. 1220-1221.

⁸⁹ BRUMMER, C., YADAV, Y., “Fintech and the Innovation Trilemma”, *Georgetown Law Journal*, 107, (2019), pp. 235-306, p.304.

⁹⁰ BRUMMER, C., YADAV, Y., “Fintech and the Innovation”, *cit.*, p.301.

⁹¹ BRUMMER, C., YADAV, Y., “Fintech and the Innovation”, *cit.*, p.291.

determinados o tener un enfoque discrecional, siendo la primera el enfoque que se ha dado por ejemplo en el caso de los Estados Unidos para el *equity crowdfunding*⁹².

Uno de los problemas que se ha argumentado con mayor frecuencia en relación con la industria del *crowdfunding* es el hecho de que las firmas *fintech* no tienen los mismos problemas o modelos de negocio que las instituciones de financiación tradicional tienen, de ahí que la información relativa a las mismas que deba facilitarse debería adaptarse a esa realidad⁹³. En relación con el posible efecto de asimetría de información se intenta atajar a través de tres medidas como son: los requisitos de información obligatorios, las reglas antifraude, y las limitaciones a *insider-trading* en el sentido de utilización de información privilegiada en las adquisiciones, ya que la existencia de estas pone a todos los inversores en una teórica situación de igualdad⁹⁴. Un sector doctrinal también sugería la posibilidad de la obtención de certificaciones por actores externos sobre la calidad de la firma a efectos de intentar reducir la asimetría informativa, ya que esto último suele mejorar las posibilidades de éxito de una campaña⁹⁵.

Los requisitos de información son precisamente necesarios como se ha puesto manifiesto para evitar las situaciones de fraude, es decir, si aquellas compañías con intenciones fraudulentas de obtener financiación sin tener un producto que la respalde no vienen obligadas a proveer una mínima información estas se situarían en el mismo plano, a efectos de los inversores, que aquellos empresarios o compañías que sí tienen un proyecto de negocio legítimo que respalde la petición de capital, con la consiguiente desprotección de los inversores e ineficiente distribución del capital⁹⁶. De ahí se deduce por tanto la necesidad de establecer una regulación mínima, no excesivamente invasiva, y unos requisitos de información.

Ciertos autores han sido muy críticos con la eficiencia de los esquemas de *crowdfunding* considerando que el riesgo moral derivado de potenciales fraudes y el coste de información que conlleva la inversión en este tipo de campañas compromete la eficiencia del mecanismo de *crowdfunding*⁹⁷. Se considera, por tanto, que deben ser

⁹² BRUMMER, C., YADAV, Y., “Fintech and the Innovation”, *cit.*, p.288.

⁹³ MAGNUSON, W., “Regulating Fintech”, *cit.*, p.1214.

⁹⁴ HENDERSON, M.T., RASKIN, M., “A Regulatory Classification”, *cit.*, p. 446-448.

⁹⁵ DOLATABADI, I., FRACASSI, C., y YANG, L., “Equity Crowdfunding..”, *cit.*, p.6.

⁹⁶ HENDERSON, M.T., RASKIN, M., “A Regulatory Classification”, *cit.*, p. 446-448.

⁹⁷ STRAUSS, R., “A Theory of Crowdfunding: A Mechanism Design Approach with Demand Uncertainty and Moral Hazard”, *American Economic Review*, 107(6), 2017, pp. 1430–1476, p. 1462.

considerados un complemento del sistema del capital riesgo y no un sustituto de este⁹⁸. Asimismo, relacionado con la eficiencia del *crowdfunding* y el impacto de la regulación, (específicamente cuando la misma establece un techo a la inversión o limitaciones a los candidatos que pueden invertir) está el hecho de que es probable que las compañías con más posibilidades de rentabilidad no acudan a este tipo de mercados especialmente con las limitaciones existentes y que, por tanto, las opciones disponibles para este tipo de inversores de *crowdfunding* sean los denominados “*lemons*”, esto es inversiones que son consideradas decepcionantes dado que no se alcanza la rentabilidad esperada o incluso llegan a costar dinero⁹⁹.

Se han destacado también los problemas o costes de agencia (*high agency costs*) que después de la inversión se mantienen en el caso del *crowdfunding*. El ejercicio de una acción por deber fiduciario no es una opción muy adecuada para los inversores debido a lo limitado de las cantidades invertidas, de modo que los costes judiciales derivados de estas serían superiores a la cantidad perdida por la inversión en sí. Aunque se permiten acciones judiciales por fraude, tampoco resulta claro cómo de efectiva resultara esa opción, además de las consiguientes dificultades de control para evitar mala gestión debido a la dispersión de los inversores¹⁰⁰. Todas estas cuestiones son precisamente las que se tratan de abarcar y cubrir con la regulación, si bien con distintos enfoques normativos o prioridades como posteriormente se analizará.

2.4 Consideraciones de impacto económico

Es indudable el potencial económico del fenómeno del *crowdfunding* habiendo llegado a estimarse en un mercado de 96 mil millones de dólares en inversiones de *crowdfunding* para el 2025 según ciertos estudios¹⁰¹.

Se ha puesto de manifiesto varias de las ventajas vinculadas al *crowdfunding* como la reducción de los costes y facilitar la interacción y asignación eficiente del

⁹⁸ STRAUSZ, R., “A Theory of Crowdfunding: A Mechanism Design”, *cit.*, p. 1462.

⁹⁹ BRUMMER, C., YADAV, Y., “Fintech and the Innovation Trilemma”, *Georgetown Law Journal*, 107 Geo. L.J. (2019), pp. 235-306, p.289.

¹⁰⁰ IBRAHIM, D.M., “Public Or Private Venture”, *cit.*, p. 1173.

¹⁰¹ INFODEV/WORLD BANK GROUP, “Crowdfunding’s Potential for the Developing World” Washington D.C. The World Bank, p. 1-103, p.10, disponible en <https://documents1.worldbank.org/curated/en/409841468327411701/pdf/840000WP0Box380crowdfundi ng0study00.pdf>, fecha de última consulta el 16 de julio de 2023.

ahorro¹⁰². En cuanto al impacto económico en sí, se realizó por la *Office of Advocacy of the U.S. Small Business Administration* en 2018 un estudio para identificar las tendencias en el primer año de la Regulación *Crowdfunding*. Se concluyó que en el primer año en el agregado: se obtuvieron más de 30 millones de dólares en inversiones, 326 empresas intentaron obtener capital a través del mecanismo y 17 de ellos tuvieron más de una campaña de financiación, 43% de las empresas que buscaron financiación tenían un año de existencia y el 88% 5 años o menos. En ese primer año los tipos más populares de valores objeto de las campañas de *crowdfunding* es acciones ordinarias en un 34%, SAFE (*simple agreement fo future equity*) en un 25% y deuda en un 22%¹⁰³.

La razón principal que determinó el establecimiento de la exención de *crowdfunding* en la *JOBS Act* era el permitir a las pequeñas empresas acceder al capital sin los elevados costes de transacción derivados de registrar oferta o ventas de valores en la SEC, tal y como impone la sección 5 de la *Securities Act* a menos que se sea elegible para una exención como lo es la de *crowdfunding*¹⁰⁴. Este objetivo, sin embargo, no se cumple con el Reglamento *Crowdfunding* que es una de las exenciones calificada para el registro de la Sección 5, ya que los costos de transacción son todavía demasiado altos para que la mayoría de las pequeñas empresas y *start-ups* los utilicen por completo¹⁰⁵.

Bajo el reglamento *crowdfunding*, los emisores están sujetos a costos de transacción que suman más del 21.5%, así como a costos de informes continuos cada año, muchos de ellos son por tanto costos fijos, lo que dificulta las ofertas de limitado tamaño. Este, parece ser un factor fundamental del limitado impacto que la regulación *crowdfunding* ha tenido y no en sí la novedad del mecanismo. En este sentido, conviene destacar el *crowdfunding* minorista que fue autorizado en el Reino Unido en 2014, dónde en 2015, el mercado de *crowdfunding* minorista del Reino Unido alcanzó £245 millones

¹⁰² Ver en este sentido RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., “La responsabilidad de las plataformas: Alcance, límites”, *cit.*, epígrafe II. [El proceso de re-intermediación en las plataformas electrónicas: sujetos y relaciones], quien entiende que “El modelo de plataforma explota todas las eficiencias derivadas de la intermediación al facilitar la interacción y las relaciones entre las partes, reducir costes y centralizar recursos, atenuar la asimetría informativa y aumentar la transparencia, y permitir la asignación eficiente del ahorro (de los inversores) a la inversión (que precisan los promotores de proyectos).”

¹⁰³ BARTLETT, J.W, “Raising the Initial Round--How to Find Capital: Strategies Useful in the Search”, *Equity Finance: Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations*, Aspen Publishers | 2nd Edition 2020, Recurso electrónico base de datos Westlaw Thomson Reuters, fecha de última consulta el 19 de abril de 2020, epígrafe 6.22c [Developments in the first year of Regulation Crowdfunding].

¹⁰⁴ WON, J., “Jumpstart Regulation”, *cit.*, p.1395.

¹⁰⁵ WON, J., “Jumpstart Regulation”, *cit.*, p. 1405.

(\$343 millones), superando los £225 millones (\$315 millones del capital riesgo de ese año, mientras que las ofertas del Reglamento *Crowdfunding* estuvieron en el rango de los \$40 millones en un año. Todo ello pese a ser la economía del Reino Unido (\$2,622 trillones de PIB en numeración anglosajona equivalente 2,622 billones) casi ocho veces más pequeña que la economía de los EE. UU. (\$ 19,391 trillones de PIB en numeración anglosajona equivalente a 19,391 billones). Se entiende, por tanto, que esa clara diferencia en el rendimiento se debe principalmente a la diferencia en los costos de transacción de *crowdfunding* minorista donde los Estados Unidos se sitúa en la horquilla del (15% -21.5%) mientras que en el Reino Unido (8% -10%).

Se podría concluir la regulación de *crowdfunding* no ha sido exitosa por los elevados costos de transacción para que las pequeñas empresas. Se destaca en este sentido, el papel que las pequeñas empresas tienen en la sociedad, y que, según la Asociación de Pequeñas Empresas, las pequeñas empresas comprenden el 99.7% de los empleadores de EE. UU y son, además, el 97.6% de las empresas que exportan bienes, creando el 61.8% de los nuevos empleos netos del sector privado entre 1993-2016. Son precisamente las pequeñas empresas y las nuevas empresas, las que han creado dos de cada tres empleos desde el cambio de siglo y no las grandes empresas.

Se calcula, además, que en una emisión de 30.000 dólares, los costes de transacción relacionado con esa cuantía, según la SEC, bajo el Reglamento *Crowdfunding* sería de aproximadamente 5.000 dólares con, además, un tiempo de preparación de 75 horas de para los documentos internos, de incluir, además, los costos de intermediarios de terceros estimados de 2.100 dólares, los costos aumentarían a 7.100 y de tener en consideración los costos probables de informes anuales de 3.000 dólares por año durante tres años, el total ascendería a más de la mitad de la cuantía recaudada (16.100 dólares).

A ello se une, además, el hecho de que las nuevas empresas en general requieren entre 2 millones y 5 de dólares millones para evitar lo que la doctrina denomina como el "valle de la muerte" que es la brecha de capital cuando una *startup* requiere efectivo para operar y crecer, pero aún es demasiado inmadura para generar interés de los inversores, si bien la actual regulación del Reglamento *Crowdfunding*, no es especialmente útil para las nuevas empresas en sus objetivos de formación de capital ya que el límite de oferta de 1,07 millones de dólares era (se aumentó a 5 millones) demasiado bajo para satisfacer las

necesidades iniciales de capital¹⁰⁶. Por el momento, no existen abundantes y detallados estudios en cuanto a los costes asociados a la utilización de la financiación participativa en España.

En cuanto al número de portales de financiación actualmente registrados en Estados Unidos con la SEC y con la FINRA, en la actualidad se trata de 87 empresas, una de ellas con una descalificación (en la actualización realizada el 29 de marzo de 2023)¹⁰⁷. En el caso de España, actualmente la CNMV ha otorgado autorización a veintisiete plataformas de financiación participativa en España¹⁰⁸. Conviene mencionar como algún estudio ha puesto de manifiesto como, más de cuatro años después de la promulgación de la regulación del *crowdfunding* en los Estados Unidos, esta, sin embargo, sigue teniendo un mercado relativamente pequeño y donde factores como la asimetría de información, falta de certificaciones o los límites están impactando la posibilidad de éxito de las campañas¹⁰⁹. En cuanto a la evolución de la recaudación de *equity crowdfunding* en España, una vez se promulgó la Ley 5/2015 se puso de manifiesto en un incremento de un 167% ya que de los 6.018.964€ en 2015 se pasó a 16.078.958€ en 2016¹¹⁰.

3. Aproximación al concepto de *Crowdfunding* y figuras afines

Se ha definido por algunos autores al *crowdfunding* como “un concepto omnicompreensivo de cualquier forma de financiación colectiva participativa, que comprende diferentes manifestaciones”¹¹¹. Esta definición amplia pone de manifiesto las

¹⁰⁶ WON, J., “Jumpstart Regulation”, *cit.*, p.1405-1412.

¹⁰⁷ FINRA, “Funding Portals We Regulate”, recurso electrónico, disponible en <https://www.finra.org/about/firms-we-regulate/funding-portals-we-regulate> fecha de última consulta el 8 de abril de 2023.

¹⁰⁸ CNMV, “Listado Plataformas de financiación participativa”, disponible en <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/Plataforma/Financiacion-Participativa-Listado.aspx?lang=es> fecha de última consulta el 23 de noviembre de 2022.

¹⁰⁹ DOLATABADI, I., FRACASSI, C., y YANG, L., “Equity Crowdfunding...”, *cit.*, p.2.

¹¹⁰ GONZÁLEZ, A. y RAMOS, J., “Financiación Participativa (Crowdfunding) en España 2021 El Año de la Recuperación Informe Anual”, p.1-102, p. 18, Recurso electrónico, disponible en <https://www.universocrowdfunding.com/informe-anual-sobre-el-crowdfunding-en-espana-2021/>

¹¹¹ Ver en este sentido CAMACHO CLAVIJO, S., “El Crowdfunding: Régimen Jurídico de la Financiación participativa en la Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo N° 17/2016*, pp.85-115, p.88. En este sentido, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión*, *cit.*, epígrafe 1. [Concepto, adopta asimismo una definición amplia del fenómeno del crowdfunding precisamente por la multiplicidad de manifestaciones que abarca. Lo concibe como “una vía o mecanismo para obtener financiación para un proyecto o negocio específico recurriendo a una pluralidad o «masa» de personas (de ahí el término crowd, en inglés), que se lleva a cabo típicamente a través de plataformas de Internet”. MORENO SERRANO, E., “Configuración jurídica del

distintas expresiones del *crowdfunding*, y, por ende, sus diversas regulaciones si bien destacando el objetivo principal de todas ellas que es la captación de financiación obtenida de un colectivo o pluralidad de individuos. Quizás esta definición general se podría aducir que no hace hincapié en el medio utilizado al efecto, que no es sino la utilización de internet al efecto de contactar con ese colectivo o pluralidad de partícipes.

Esa pluralidad de manifestaciones se destaca, asimismo, por otro sector doctrinal, al entender que el *crowdfunding* en general “no es traducible a una concreta figura jurídica de la que se deriven derechos y obligaciones para las partes, sino un término que, manteniendo los elementos comunes señalados (pluralidad de financiadores, existencia de un promotor y una plataforma informática a través de que se realizan las inversiones), da cobertura a distintas operaciones de financiación (principalmente, donaciones, recompensas, *equity* y préstamos con interés) que pueden tener una contraprestación, económica o no”¹¹². En similar sentido se ha expresado otro sector doctrinal, que pone de manifiesto su carácter poliforme y ha destacado la “multiplicidad de apariencias que la figura puede llegar a tomar, lo que enfrenta a unas implicaciones jurídicas de muy diversa índole según los casos”¹¹³. Asimismo, se puede entender como “un medio alternativo de financiación con el que, a diferencia de las entidades de crédito tradicionales, las plataformas de *crowdfunding* actúan como intermediarias y no tienen intereses económicos en los proyectos que promocionan”¹¹⁴. Si bien es un mecanismo alternativo

Crowdfunding como forma alternativa de financiación”, *Crowdfunding: Aspectos Legales*, coord. Moreno Serrano E. y Cazorla González-Serrano, L. (1ª edición), Thomson Reuters, epígrafe 1.1 [El fenómeno del Crowdfunding como modelo de financiación], por su parte define como crowdfunding “a la forma de financiación de un determinado proyecto de una persona física o jurídica (promotor) realizada por una pluralidad de personas (crowd) a través de una página web (plataforma de crowdfunding) en la que se anuncia el mismo”.

¹¹² MORENO SERRANO, E., “Configuración jurídica”, *cit.*, epígrafe 1.1 [El fenómeno del crowdfunding como modelo de financiación].

¹¹³ GIMENO, M., “Aproximación a la naturaleza jurídica del “Crowdfunding”, *Revista de Derecho Mercantil*, 291, 2014, pp. 451-489, p.454. En similar sentido, se expresa MORENO SERRANO, E., “Configuración jurídica”, *cit.*, epígrafe 1.1 [El fenómeno del crowdfunding como modelo de financiación], el cual entiende que “efectos de analizar jurídicamente el crowdfunding hemos de tener en cuenta que no es traducible a una concreta figura jurídica de la que se deriven derechos y obligaciones para las partes, sino un término que, manteniendo los elementos comunes señalados (pluralidad de financiadores, existencia de un promotor y una plataforma informática a través de la cual se realizan las inversiones), da cobertura a distintas operaciones de financiación (principalmente, donaciones, recompensas, *equity* y préstamos con interés) que pueden tener una contraprestación, económica o no”

¹¹⁴ Ver en este sentido MEDINA ALCOZ, M., “El *crowdfunding* de recompensa o *reward crowdfunding*”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p.200.

de financiación conviene destacar que los principios por los que se rigen son comunes precisamente a los servicios financieros¹¹⁵.

Conviene destacar como hace la doctrina las características básicas concurrentes en el fenómeno del *crowdfunding* entre otras el uso de internet¹¹⁶. El carácter más idiosincrásico del fenómeno del *crowdfunding* es precisamente la utilización de internet para alcanzar a una pluralidad de personas en la oferta de ciertos proyectos¹¹⁷. Tal rasgo caracterizador hace que la problemática jurídica relativa a inversiones se incremente exponencialmente debido al alcance que las ofertas a través de este mecanismo pueden tener. Si bien presenta asimismo notables ventajas como costes más reducidos y un acceso más fácil a los servicios¹¹⁸.

Conviene comenzar en este caso por la delimitación del concepto de *crowdfunding* al que nos referimos. En la actualidad existen diversos mecanismos alternativos para la obtención de financiación por parte de las compañías *start-up* que son el objetivo principal de la regulación de la *JOBS Act*¹¹⁹. Algunos expertos en el ámbito americano distinguen los supuestos de *crowdfunding* de donación como no propiamente

¹¹⁵ Ver en este sentido ZUNZUNEGUI, F., “Encuadre sistemático y conceptual”, *cit.*, p.45 quien entiende que “La regulación de la financiación participativa se orienta por los mismos principios que el resto de los servicios financieros. Debe garantizar el buen funcionamiento del mercado con eficiencia, estabilidad e integridad, garantizando una adecuada protección de los inversores.”

¹¹⁶ ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión*, *cit.*, epígrafe 1.[Concepto].

¹¹⁷ Ver en este sentido ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión*, *cit.*, epígrafe 2.1.[Uso de Internet y de las redes sociales], quien entiende que “lo que hace de [el crowdfunding] un fenómeno nuevo en el campo de las financiaciones, es el uso de las tecnologías relacionadas con las redes sociales e Internet” y MORENO SERRANO, E., “Configuración jurídica”, *cit.*, epígrafe 1.1 [El fenómeno del crowdfunding como modelo de financiación], el cual establece que “tenemos que diferenciar la esencia del crowdfunding (financiación por un gran número de personas de una determinada actividad, idea o proyecto) que no implica en sí misma una novedad histórica, de la especialidad que ofrece, que es la realización de esas aportaciones por medio de Internet”. En este sentido, RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., “La responsabilidad de las plataformas: Alcance, límites”, *cit.*, epígrafe I. [Crowdfunding en contexto: un “mercado de mercados” y una “comunidad de comunidades”], incide además en un aspecto esencial de la utilización de internet al entender que “la tecnología ha disparado el efecto multiplicador y de eficiencia del principio económico subyacente en la financiación en masa: la distribución del riesgo.” Y continúa estableciendo que “Mediante un adecuado diseño tecnológico, el crowdfunding no es sólo un modelo para el acceso a la financiación en masa, sino que aprovecha la creación de un entorno «comunitario» de interacción para reforzar el ciclo de la innovación, la fidelización y la toma de decisiones. Así, el crowdfunding adquiere un perfil propio que lo hace despegarse de una mera réplica electrónica de los canales tradicionales de financiación que lo abocarían a la desaparición tan pronto como estos volvieran a reactivarse y la confianza en el sistema institucional del mercado de la financiación retornara a las economías mundiales.”

¹¹⁸ Ver en este sentido ZUNZUNEGUI, F., “Encuadre sistemático y conceptual”, *cit.*, p.38 quien entiende que “El uso de internet reduce el coste de comunicación y facilita el acceso a los servicios con independencia de la localización.”

¹¹⁹ BERKELEY, A.J., “Regulation D Offerings & Private Placements Some Things You Ought To Know About Crowdfunding What It Is And What It Isn't”, The American Law Institute Continuing Legal Education ALI-CLE Course Materials March 7 - 9, 2019, Washington, D.C

crowdfunding al no estar regulados por la *JOBS Act*¹²⁰. Entienden por tanto que las plataformas como *Kickstarter*, *Indiegogo*, y otras similares no son *crowdfunding* ya que, por la definición legal, el *crowdfunding* conlleva la obtención de capital para un interés económico en una entidad de negocios o compañía (*business entity*) y en estos casos no se promete un interés económico en el éxito del negocio sino un regalo o reconocimiento. Lo que vendría a equivaler que solo el *equity crowdfunding* o *crowdfunding* de inversión que es el regulado en la *JOBS Act* es verdaderamente *crowdfunding*. Tal *equity crowdfunding* se concibe como aquel regulado en el Título III de la *JOBS Act* y que se conforma como una excepción al requisito de registro regulada en la sección 4(6) de la *Securities Act* de 1933.

Derivada de esta concepción, una de las dificultades por tanto en los casos de *equity crowdfunding* en Estados Unidos es determinar si efectivamente se trata de un *crowdfunding* de valores negociables. En este caso, si existe la posibilidad de acceder a una participación en los resultados conlleva la necesidad de determinar si se trata de una oferta de valores negociables sujeta por tanto a la regulación federal y estatal en el caso de los Estados Unidos¹²¹. En el caso de que la respuesta sea así conlleva la necesidad de registro con la SEC¹²².

Surge entonces la necesidad de aclarar si ciertos mecanismos novedosos y flexibles como el *crowdfunding*, algunos de ellos ya regulados, son o no modalidades de este o por si el contrario han de entenderse como mecanismos distintos. De entre las mismas, un sector doctrinal destaca la *Regulation D*, Regla 506 (c), ya que permite las colocaciones privadas y la solicitud de inversiones sin límite de capital, y sin limitación del número de inversores siempre y cuando los mismos sean cualificados como inversores acreditados. De hecho, se aduce que bastantes de las opciones online actuales, (e.g., *EquityNet*, *CircleUp*) son corredores (*broker-dealers*) que ofrecen valores a través de un mecanismo parecido al *crowdfunding* si bien la posibilidad de captación de capital se basa en la Regla 506(c), y no se trata propiamente de *crowdfunding* de la manera regulada en la *JOBS Act*. La *Regulation A* se concibe, por la doctrina, también de algún modo como un mecanismo similar al *crowdfunding*, especialmente en el *Tier 1*, de la regulación

¹²⁰ BERKELEY, A.J., “Regulation D Offerings”, *cit.*, recurso electrónico.

¹²¹ COHN, S.R., “The New Crowdfunding Registration Exemption: Good Idea, Bad Execution”, *Florida Law Review*, 64 Fla. L. Rev. 1433 (2012), pp. 1433-1466, p.1435.

¹²² COHN, S.R., “The New Crowdfunding Registration Exemption: Good Idea, Bad Execution”, *Florida Law Review*, 64 Fla. L. Rev. 1433 (2012), pp. 1433-1466, p.1435.

revisada y expandida de la *Regulation A* ya que se encuentra encaminada a las *start-ups*, inversiones tempranas (*early stage Ventures*) y compañías pequeñas similares por tanto a aquellos a los que se dirige la Regulación *Crowdfunding*. Además, existen otras opciones alejadas del *crowdfunding* pero con similares objetivos dentro de estas, otra opción destacada por la doctrina es el denominado “*Human/Income-Contingent Capital*” que tampoco es en sí *crowdfunding* sino que se basa en la concepción de que cuando se invierte en una *start-up* realmente se está invirtiendo en el individuo en sí. De ahí, que lo que se pretende es un retorno de la inversión basado en las ganancias del inversor individual y no tanto en la idea. Por tanto, a cambio de la aportación de capital el individuo paga al inversor cierto porcentaje de sus ganancias de cualquier fuente durante los años que se determinen. Un ejemplo de este tipo de opciones es como se ha mencionado por la doctrina, la plataforma *Social Finance* que se utiliza para refinanciar la deuda estudiantil en los Estados Unidos. Otro mecanismo alternativo, también destacado, con similares objetivos y de gran interés es el modelo de “*Venture Fund*” que permite a sus emisores tener sus oportunidades revisadas por consejeros profesionales y recomendadas a los inversores a través de, en cierto modo, fondos diversificados creados para compañías *start-up* en general. Se ha planteado la doctrina al respecto la cuestión de si los consejeros que establecían y gestionaban estos fondos debían registrarse como corredores, cuestión que se resolvió en las “*Angellist and FundersClub no-action letters (March 2013)*” en las cuales la SEC permitió que se realizaran estas actividades sin la necesidad de registro como corredores, permitiendo por tanto en la misma a los sponsors de esas plataformas ser pagados por facilitar a inversores en un mecanismo de inversión (*investment vehicle*) de manera muy parecida a como lo efectúa un corredor pero sin requerir el registro. Existe, además, la opción de *peer-to-peer lending* en plataformas tales como *Lending Club* y *Prosper* las cuales tampoco son propiamente *crowdfunding* en el sentido de la regulación de la *JOBS Act*, ya que esta solo regula el *equity crowdfunding*. Lo que hacen las mencionadas plataformas, según la doctrina, es ofrecer a los inversores la oportunidad de escoger entre diversas propuestas de préstamos tanto de individuos como de compañías, estando este tipo de préstamos sometidos a la regulación bancaria y no a la supervisión de la SEC, si bien cabe mencionar que un “*Member Payment Dependent*

Note” si se puede entender como un valor y puede ser ofrecido en una oferta registrada, y tiene una naturaleza similar a la deuda titulizada¹²³.

Sin embargo y desde la perspectiva europea, el *crowdfunding* de préstamos sí que se concibe como financiación participativa y se sujeta a una misma regulación¹²⁴. Ello, sin perjuicio de las especialidades de regulación de cada una de las modalidades, financiación participativa a través de préstamos y financiación participativa a través de valores. De hecho, cierto sector doctrinal considera como acertada la regulación conjunta del *crowdfunding* de valores y préstamos¹²⁵.

Una vez expuestas las distintas aproximaciones de la doctrina al concepto de *crowdfunding*, a los efectos de este análisis desde la perspectiva estadounidense solo se procederá al análisis del *equity crowdfunding* derivado de la legislación de la *JOBS Act*.

En el ámbito propiamente legislativo español, ese concepto de *crowdfunding* o financiación participativa se pone ya de manifiesto en el propio Considerando 1 del Reglamento (UE) 2020/1503. Se considera como tal una “forma consolidada de financiación alternativa para las empresas emergentes y las pequeñas y medianas empresas (pymes)” y que “representa un tipo cada vez más importante de intermediación en la que un proveedor de servicios de financiación participativa opera, sin asumir ningún riesgo propio, a través de 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”¹²⁶.

Se entiende, además, por el mismo Reglamento (UE) 2020/1503 que la prestación de servicios de financiación participativa “tiene por objeto facilitar la financiación de un proyecto mediante la captación de capital de un gran número de personas, que contribuyen con inversiones relativamente pequeñas realizadas a través de un sistema de información públicamente accesible por internet”¹²⁷. Se puede inferir una delimitación del concepto de *crowdfunding*, además de la propia definición de los servicios de

¹²³ BERKELEY, A.J., “Regulation D Offerings”, *cit.*, recurso electrónico.

¹²⁴ Ver Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937.

¹²⁵ En este sentido ZUNZUNEGUI, F., “Encuadre sistemático y conceptual”, *cit.*, p.41, quien entiende que “La forma en que se instrumentalice la captación de financiación ya sea a través de valores o de préstamos, no altera su función. Por esta razón, consideramos un acierto la Propuesta de Reglamento al regular la financiación participativa de forma unitaria”

¹²⁶ Considerando 1 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹²⁷ Considerando 10 del Reglamento (UE) 2020/1503

financiación participativa al entender que se tratará de “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”¹²⁸. Este puede consistir tanto en la facilitación de la concesión de préstamos, como en la colocación de valores negociables y de instrumentos admitidos para la financiación participativa, extremos que serán analizados en más detalle con posterioridad¹²⁹.

Se ve por tanto que la definición de la regulación se centra exclusivamente en dos de las múltiples manifestaciones del *crowdfunding* siendo este el de valores y el de préstamos. Se entiende por un sector doctrinal que en la actividad de inversión o “*equity crowdfunding*” se aporta la financiación “no para la entrega de un producto concreto sino para el desarrollo de una empresa, en la que el financiador actúa no como destinatario de su producto sino como verdadero inversor, con derecho a participar en los beneficios de la empresa”¹³⁰. Acertadamente se pone de manifiesto por la doctrina que el legislador no ha entrado verdaderamente a regular las relaciones entre promotores e inversores de una manera sustantiva y se centra más en aspectos de supervisión de forma más similar al enfoque regulatorio de los mercados financieros¹³¹.

IV. TIPOS PRINCIPALES

Otro de los rasgos caracterizadores del *crowdfunding* es, además, y como concuerda la doctrina, la gran variedad de manifestaciones o modalidades que puede presentar, todas ellas con características específicas que inciden en su naturaleza y por

¹²⁸ Artículo 2.1 a) del Reglamento (UE) 2020/1503

¹²⁹ Artículo 2.1 a) del Reglamento (UE) 2020/1503

¹³⁰ ALVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Crowdfunding de inversiones (*equity crowdfunding*)”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p.324.

¹³¹ RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., “La responsabilidad de las plataformas: Alcance, límites”, *cit.*, epígrafe III. [La opción regulatoria: un régimen jurídico de base subjetiva para las PFP] en este sentido entiende que “El legislador así no aborda la regulación de las operaciones de financiación entre promotores e inversores desde el punto de vista sustantivo, pues razonablemente remite su regulación al régimen general aplicable en cada caso, pero sí salpica su articulación en forma de proyectos de financiación participativa con límites, deberes específicos, obligaciones de información, e incluso requisitos estatutarios. El modelo regulatorio por el que ha optado el legislador está fuertemente inspirado por las políticas y los protocolos propios de la regulación y supervisión de los mercados financieros.” Y continúa entendiendo que “El legislador español se habría inclinado así por un modelo regulatorio consistente en el establecimiento de un régimen jurídico específico para estos nuevos operadores con matices e instrumentos propios de la supervisión y regulación de los mercados financieros.”

ende régimen jurídico¹³². Una distinción inicial es aquella entre el *crowdfunding* directo y el indirecto y viene determinada por la intervención o no de intermediarios entre promotores e inversores¹³³. La diferenciación entre el *crowdfunding* directo y el indirecto, se basa en que el primero se da cuando la captación de la financiación se realiza directamente sin intermediarios y el segundo cuando se efectúa a través de tal intermediario¹³⁴. La regulación del *crowdfunding* que se refiere en el presente trabajo y que se regula por los ordenamientos jurídicos de referencia, se limita a la modalidad indirecta, con intervención de intermediario, siendo por tanto la directa considerada alegal o incluso prohibida por algunos¹³⁵. Un sector doctrinal distingue entre “*crowdfunding* gratuito” en el que no se recibe ninguna remuneración y el “remuneratorio” en el que se recibe alguna contraprestación por lo aportado y se puede distinguir este último a su vez en *crowdfunding* con recompensa, *crowdfunding* a través de préstamo o *crowdfunding* con participación económica en el proyecto o *equity-based crowdfunding*¹³⁶. En un

¹³² Ver entre otros, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión*, *cit.*, epígrafe Cap 1. 2.2 [Modelo de Negocio Polifacético]. LAZARO SANCHEZ, E.J, “Crowdfunding : una fórmula de cooperación”, *cit.*, epígrafe I [Introducción régimen general], el cual entiende que “Bajo tal genericidad el crowdfunding revela su forma poliédrica y naturaleza multi-vectorial, dando cobertura a muchas y distintas realidades de multi-cooperación económica en proyectos ajenos.”

¹³³ Ver en este sentido JIMENEZ PARIS, A., “El crowdfunding inmobiliario en España. Cuestiones resueltas y no resueltas por la ley de fomento de financiación empresarial”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p.536-537 que entiende que “En función de la existencia o no de intermediario entre promotor e inversores cabe diferenciar entre crowdfunding directo y crowdfunding indirecto o intermediado. Crowdfunding indirecto o intermediado es aquel en que una plataforma opera como intermediaria en la captación de financiación para el proyecto de un tercero con el que no tiene vínculo alguno (una empresa del sector inmobiliario, o un empresario individual dedicado a actividades del sector inmobiliario o incluso un particular que solicita financiación para un proyecto inmobiliario de gestión de su patrimonio). El Crowdfunding directo, en cambio, es aquel en que la propia plataforma es la promotora del proyecto. O sea, promotor y plataforma son el mismo sujeto.”

¹³⁴ Ver en este sentido entre otros LAZARO SANCHEZ, E.J, “Crowdfunding : una fórmula de cooperación”, *cit.*, epígrafe I [Introducción régimen general], el cual entiende que “Al efecto de lo que en esta obra ha de entenderse por crowdfunding, su mejor y más típica conceptualización exige discriminar aquellos casos en los que la búsqueda y logro de la colectiva cooperación económica se pretende y alcanza directamente de aquellos otros en los que el mismo fin se persigue y logra por vía indirecta. En el primer grupo de supuestos el promotor del proyecto, persecutor de la contribución colectiva, trata de captar directamente, sin intermediarios, a los potenciales micro-cooperadores de quienes recibirá de igual modo los fondos, en su caso. En el segundo, el promotor se servirá de la intermediación de un tercero que procure tal captación y posibilite la asignación eficiente de los fondos aportados al proyecto o iniciativa que los reclama.”

¹³⁵ Ver en este sentido JIMENEZ PARIS, A., “El crowdfunding inmobiliario”, *cit.*, p. 537 que entiende que “La Ley tampoco regula el crowdfunding directo pues solo permite las actividades de autopromoción por las PFP muy limitadamente, lo que puede llevar a la conclusión de que la actividad de crowdfunding directo es una actividad alegal o bien una actividad prohibida fuera de los márgenes en que está permitida”

¹³⁶ Ver en este sentido RODRIGUEZ RODRIGO, J., “Crowdfunding y Derecho Internacional Privado”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p. 673-674.

sentido similar, si bien con una terminología más extendida, un sector doctrinal realiza una clasificación de las modalidades expuestas a continuación en dos categorías: *crowdfunding* financiero y *crowdfunding* no financiero¹³⁷. La primera modalidad el *crowdfunding* financiero incluye tanto el de “inversión” como el de préstamos, la segunda comprende el *crowdfunding* de donación, y recompensa¹³⁸. Como entiende la mayoría de la doctrina las modalidades del *crowdfunding* financiero son de una mayor complejidad a nivel jurídico precisamente por los riesgos que este puede conllevar para los inversores y además por su mayor impacto económico¹³⁹. Se entendería que el *crowdfunding* financiero abarca el *crowdfunding* de préstamos (*crowdlending*) y el *crowdfunding* de inversión (*crowdinvesting*)¹⁴⁰.

Otro sector doctrinal aboga por otra distinción terminológica, diferenciando entre *crowdfunding* de inversión propiamente dicho, que engloba capital o deuda, y el *crowdfunding* de crédito que se refiere a los préstamos¹⁴¹. Se entiende el “*crowdinvesting*” como terminología equivalente al *equity crowdfunding* siendo este la “fórmula de financiación que ofrece a los inversores una parte proporcional de los

¹³⁷ Vid. en este sentido ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 1. 2.2 [Modelo de Negocio Polifacético]. En contra MORENO SERRANO, E., “Configuración jurídica”, *cit.*, epígrafe 2.1 [La pluralidad de formas de financiación que pueden realizarse mediante crowdfunding], que utiliza la terminología de crowdfunding de inversión o no inversión “dependiendo respectivamente si se espera o no algún retorno financiero por el dinero aportado”. En el mismo sentido entre otros LAZARO SANCHEZ, E.J., “Crowdfunding : una fórmula de cooperación”, *cit.*, epígrafe III.1 [“Crowdfunding” financiero], el cual entiende que “Dentro de esta categoría quedarían incluidas aquellas modalidades de crowdfunding a través de las cuales se persigue la entrega o aportación colectiva de sumas de dinero con el ofrecimiento de un futuro rendimiento económico alcanzable, ya por la obtención de un dividendo o por la venta de los valores o participaciones sociales a un valor mayor a su costo, ya por la satisfacción de un interés retributivo.”

¹³⁸ Vid. entre otros, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 3 1. [Contexto: Crowdfunding financiero y no financiero]. LAZARO SANCHEZ, E.J., “Crowdfunding : una fórmula de cooperación”, *cit.*, epígrafe III.2 [“Crowdfunding” no financiero], hace referencia como modalidad del crowdfunding no financiero al multi-préstamo sin intereses (social lending), al establecer que “...y sin perjuicio de la discutible naturaleza de alguna de las subespecies, quedarían incluidos dentro de esta categoría de crowdfunding no financiero la multi-donación filantrópica (donation based crowdfunding), la multi-financiación con recompensa (reward based crowdfunding) y el multi-préstamo sin intereses (social lending).”

¹³⁹ Vid. entre otros, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 3, 1. [Contexto: Crowdfunding financiero y no financiero.]

¹⁴⁰ ESTEVAN DE QUESADA, C., “Crowdfunding financiero en la Unión Europea: el Reglamento (UE) 2020/1503 relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas”, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 1/2021, pp. 25-41, p.29.

¹⁴¹ Ver en este sentido ZUNZUNEGUI, F., “Encuadre sistemático y conceptual”, *cit.*, p.38 el cual entiende que “La financiación participativa es un servicio financiero que conecta a través de una plataforma a inversores con promotores que buscan financiación. Adopta dos modalidades, la financiación participativa de inversión en sentido estricto, ya sea de capital o deuda, y la financiación participativa de crédito, que incluye los préstamos como modelo más habitual.

beneficios, participaciones o acciones de la empresa financiada, en función de lo aportado, como contraprestación”¹⁴². Se ha definido asimismo como aquel en que “los promotores ofrecen a los inversores algún tipo de compensación o rendimiento en el negocio que financian, que puede tomar la forma de una participación en el capital de la sociedad o un derecho sui generis a participar en los beneficios”¹⁴³. Finalmente, otro sector distingue el denominado “*securities based crowdfunding*” en la que se da cabida también a la emisión de participaciones y deuda, utilizando como base el concepto más extenso de “*security*” del derecho anglosajón¹⁴⁴.

Bastante completa resulta la clasificación de cierto sector doctrinal que entiende que se engloba en 4 categorías, donación, recompensa, prestamos e inversiones de capital, ganancias o ingresos compartidos¹⁴⁵. Clasificación esta que se sigue a continuación con algún matiz.

1. Donación

Dentro de las múltiples manifestaciones posibles del *crowdfunding* se ha de destacar brevemente la posibilidad del denominado *crowdfunding* de donación con un concepto y enfoque muy similar tanto en Estados Unidos como en España.

El *crowdfunding* de donaciones es un tipo de *crowdfunding* en el que individuos y organizaciones recaudan dinero de una multitud de personas, generalmente a través de una plataforma en línea, para una causa benéfica o social. En el caso del *crowdfunding* de donación en los Estados Unidos, la regulación legal que resulte aplicable al mismo y a las campañas deriva principalmente del estado regulatorio del recaudador de fondos. No existe con carácter federal una regulación relativa al *crowdfunding* de donación y el

¹⁴² NAVARRO MATAMOROS, L., “Concepto y Clases”, *cit.*, epígrafe IV.1 [El “crowdinvesting”].

¹⁴³ ESTEVAN DE QUESADA, C., “Crowdfunding financiero en la Unión Europea”, *cit.*, p.32.

¹⁴⁴ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El “Equity Crowdfunding” o financiación en masa”, *cit.*, p. 19.

¹⁴⁵ Ver en este sentido CAMPUZANO, A.B., “Las plataformas de financiación participativa”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p.239 la cual entiende que “Como mera aproximación a esta categorización, pueden diferenciarse cuatro modalidades de crowdfunding. En primer lugar, donaciones, en las que el donante no espera ningún tipo de contraprestación o retorno a cambio de su aportación (donation-based crowdfunding). En segundo lugar, las aportaciones con retorno, en las cuales el colaborador aporta dinero a un proyecto y recibe algún tipo de recompensa a cambio (reward-based crowdfunding). En tercer lugar, los préstamos (lending-based crowdfunding o crowdlending). Y, por último, las inversiones a cambio de capital, ganancias o ingresos compartidos (equity-based crowdfunding o crowdinvesting)” Alternativamente, las tipologías del crowdfunding pueden sistematizarse en dos grupos: el crowdfunding no financiero y el crowdfunding financiero.”

crowdfunding de donaciones de organizaciones benéficas públicas se rige en general por las leyes y reglamentos estatales de donaciones benéficas¹⁴⁶.

Como se ha mencionado, el *crowdfunding* de donación comparte con las otras modalidades de *crowdfunding* la existencia de una causa financiera, si bien a diferencia de estas, en el *crowdfunding* de donación cuando se contribuye a la financiación de un proyecto “el participante no obtiene ninguna contraprestación, y su intención es únicamente el ánimo de liberalidad, no el ánimo de lucro, siendo el altruismo su único protagonista”, es decir, lo relevante para la inclusión en esta categoría “no es el destino de los fondos, sino la falta de compensación a quienes contribuyen”¹⁴⁷. Al igual que ocurre en Estados Unidos, en España no existe una regulación específica aplicable al *crowdfunding* de donación y la misma deriva de la aplicación de la regulación relativa a las donaciones en general y otras que resulten de aplicación. La exclusión del *crowdfunding* de donación de la regulación de la financiación participativa venía ya establecida en la redacción original de la Ley 5/2015 en su artículo 46.2 cuando excluía de su régimen los supuestos en que la financiación captada por los promotores fuera exclusivamente a través de donaciones¹⁴⁸. En cuanto a la naturaleza jurídica de esta propiedad es comúnmente aceptado por la doctrina que se trata de una donación si bien con ciertas especialidades¹⁴⁹.

¹⁴⁶ HEMINWAY, J.M., “The Legal Regulation of U.S. Crowdfunding: An Organically Evolving Patchwork”, *University of Tennessee Legal Studies Research Paper*, No. 335, (October 22, 2017), p.1-28, p.5, Recurso electrónico, disponible en https://ir.law.utk.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1870&context=utklaw_facpubs, fecha de última consulta el 6 de mayo de 2023.

¹⁴⁷ CALLEJO RODRIGUEZ, C., “El *crowdfunding* de donación”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p.165. Conviene mencionar la distinción realizada por ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap.2, 2 [Crowdfunding de donaciones], donde aclara la distinción entre la falta de compensación al contribuidor con la liberalidad del proyecto en sí al establecer que “En el crowdfunding de donaciones las personas que contribuyen económicamente al proyecto –que pueden denominarse más bien «donantes» o «patrocinadores», en lugar de inversores– lo hacen sin obtener ningún tipo de compensación a cambio. Este tipo de crowdfunding se usa típicamente para llevar a cabo proyectos sin ánimo de lucro, pero esto no es una condición sine-qua-non para su inclusión dentro de esta categoría, y dentro de ella podrían entrar aquellas campañas en las que los fondos se usan para llevar a cabo proyectos con ánimo de lucro si la plataforma así lo permite...”

¹⁴⁸ Artículo 46.2 de la Ley 5/2015 en su redacción original

¹⁴⁹ *Vid.* entre otros ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 2, 2. [Crowdfunding de donaciones.]

2. Recompensa

El denominado *crowdfunding* de recompensa o *reward based crowdfunding* en terminología anglosajona es como se ha entendido por la doctrina como “una modalidad de *crowdfunding* que ofrece una contraprestación no financiera a la aportación efectuada por el mecenas”¹⁵⁰. Asimismo, en similar sentido se ha diferenciado el *reward crowdfunding* del de donación en que en el último caso se encuentra motivado por un puro ánimo de liberalidad¹⁵¹. El mecanismo del *reward crowdfunding* o *crowdfunding* de recompensa ofrece una recompensa o contraprestación al contribuidor de financiación que efectúa una aportación dineraria¹⁵². Es una de las modalidades más versátiles y utilizadas en cuanto al tipo de proyectos en los que se suele utilizar desde la producción de discos hasta la creación de juegos o publicación de comics. Dentro de esa versatilidad cabe mencionar que se suelen encuadrar los supuestos de preventa dentro de esta modalidad como se ha señalado por algún sector doctrinal si bien con ciertos matices y distinciones y asimismo dificultades de caracterización de la naturaleza jurídica de estas modalidades¹⁵³. La dificultad de la categorización del *reward crowdfunding* ha sido mayoritariamente puesta de manifiesto por la doctrina, debiendo estarse a la aportación realizada por el contribuidor para entender la naturaleza jurídica y por tanto el posible régimen aplicable¹⁵⁴. Se concluye por un sector doctrinal que a efectos de determinar el régimen jurídico es esencial entender la finalidad del contribuidor¹⁵⁵.

¹⁵⁰ MEDINA ALCOZ, M., “El *crowdfunding* de recompensa o reward”, *cit.*, p.201.

¹⁵¹ MEDINA ALCOZ, M., “El *crowdfunding* de recompensa o reward”, *cit.*, p.204, la cual entiende que “El *reward crowdfunding* ofrece una recompensa al crowdfunder que colabora con su aportación dineraria. Esto lo diferencia del *crowdfunding* de donación, en el que el aportante actúa con puro ánimo liberal, modalizado, eso sí, por el debido destino de lo recaudado”

¹⁵² MEDINA ALCOZ, M., “El *crowdfunding* de recompensa o reward”, *cit.*, p.204.

¹⁵³ Conviene mencionar que cierto sector doctrinal entre ellos ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión*, *cit.*, epígrafe Cap.2, 3. [Crowdfunding de recompensas o preventa], engloban conjuntamente dentro de esta modalidad el *crowdfunding* de recompensa o preventa entiendo como común denominador el que “quienes contribuyen a este tipo de iniciativas reciben a cambio de su contribución una compensación de tipo no-financiero”.

¹⁵⁴ Ver en este sentido MEDINA ALCOZ, M., “El *crowdfunding* de recompensa o reward”, *cit.*, p.208, la cual entiende que “La falta de normativa específica reguladora del *crowdfunding* de recompensa obliga a definir la naturaleza jurídica de la aportación realizada por el crowdfunder, para así poder fijar la normativa aplicable⁴³. La concreción de ésta cumple una doble función: de un lado, especificar los remedios jurídicos con que cuenta el aportante en caso de incumplimiento del promotor; y, de otro, determinar su régimen tributario”.

¹⁵⁵ Ver en este sentido MEDINA ALCOZ, M., “El *crowdfunding* de recompensa o reward”, *cit.*, p.219, la cual entiende que “La clave del *crowdfunding* no financiero reside en determinar cuál es la finalidad con que actúa el aportante, pues puede realizar su aportación con ánimo de mera liberalidad o con ánimo

La caracterización de estos supuestos como compraventas como entiende la doctrina conlleva la necesidad de entrar a valorar la equivalencia o falta de esta entre ambas prestaciones incidiendo por tanto en el análisis de la causa como elemento esencial del contrato y si se cumple la requerida onerosidad¹⁵⁶. De ahí que existan problemas de calificación de la naturaleza jurídica de estos supuestos de *crowdfunding* y esta dependa en gran parte de las circunstancias concurrentes llegando incluso a plantearse supuestos en la práctica que reflejan más supuestos de “yuxtaposición de contratos de compraventa y de prestación de servicios” o incluso donde quien reciba la financiación y quien efectúe la prestación sean distintos¹⁵⁷. Se entiende que el auténtico *reward crowdfunding* adopta una de dos modalidades bien un contrato de compraventa de esperanza con el riesgo de que la cosa no llegue a existir o compraventa de cosa futura o esperada¹⁵⁸.

lucrativo; y, a su vez, para la concreción de tal ánimo, resulta preciso calibrar la diferencia de valor entre la aportación y la recompensa”

¹⁵⁶ ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap.3. 3. [Crowdfunding de recompensas o preventa].

¹⁵⁷ *Vid.* en este sentido: ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap.3. 3 [Crowdfunding de recompensas o preventa]. MORENO SERRANO, E., “Configuración jurídica”, *cit.*, epígrafe 2.2 [El derecho aplicable a las principales modalidades de crowdfunding]: la LFFE como normativa específica frente a la incertidumbre normativa, el autor menciona dentro de las posibles configuraciones de la modalidad de recompensa incluso la compraventa de esperanza (*emptio spei*), pagando el aportante “el precio en el momento de constituirse el contrato aun cuando la cosa (recompensa) no llegue a existir”, si bien entiende que también puede ser configurada como “una compra o prestación de servicio con pago de precio por adelantado o se trata de una donación modal”. En similar sentido, LAZARO SANCHEZ, E.J., “Crowdfunding : una fórmula de cooperación”, *cit.*, epígrafe III 2.2 [Multi-financiación con recompensa (“reward based crowdfunding”)], que entiende que “La principal dificultad que plantea esta modalidad de crowdfunding estriba en concretar su naturaleza jurídica al ser muchas y variadas las formas de recompensar a los contribuidores⁴⁷, incluso heterogénea y escalonadamente dentro de un único y mismo proyecto de crowdfunding.”

¹⁵⁸ Ver en este sentido MEDINA ALCOZ, M., “El *crowdfunding* de recompensa o reward”, *cit.*, p.220-221 la cual entiende que “En definitiva y, dejando al margen el crowdfunding de recompensa que encubre un crowdfunding de donación, el genuino *reward crowdfunding* admite dos modalidades. Cuando la aportación se realiza con independencia de recibir después la recompensa, se está ante un contrato de compraventa de esperanza (*emptio spei*) que implica que el comprador-aportante paga el precio en el momento de constituirse el contrato pese a que la cosa-recompensa no llegue a existir: se paga la esperanza (aleatoria) de que la cosa-recompensa llegue a existir⁹⁸ y, es, por tanto, el comprador quien asume el riesgo de su inexistencia. Esto implica que a los promotores de los proyectos no se les puede exigir la entrega de la recompensa si obraron diligentemente para su consecución. Cuando la aportación se realiza como compraventa de cosa futura o esperada (*emptio rei speratae*), tan frecuente en el tráfico inmobiliario (compraventa de vivienda futura sobre plano), en la que el precio no se paga cuando la cosa llegue a existir, sino antes (pago anticipado), se habla entonces de preventa y de prepago⁹⁹: se trata de una venta anticipada como medio de financiación de los costes de producción. Ésta también se puede configurar como contrato de prestación de servicios futuros, si lo prometido es un servicio.”

3. Préstamos

El *crowdfunding* de préstamos se encuadra dentro de las modalidades de *crowdfunding* que se pueden considerar financieras ya que el inversor busca la obtención de un rendimiento dinerario a través de la percepción de intereses pactados en la oferta de *crowdlending*. En el *crowdfunding* de préstamos, denominado *crowdlending* en terminología anglosajona, los inversores en el proyecto se configuran como prestamistas, por lo que aportan cierta suma dineraria, que les será restituida al final del plazo acordado, suma esta que podrá incluir o no interés. Se ha puesto de manifiesto por la doctrina la evolución experimentada por este tipo de modalidad del *crowdfunding* de manera que se ha ido incrementando la sofisticación y complejidad de este y por ende de su régimen regulatorio¹⁵⁹.

El presente trabajo se centra exclusivamente en el *crowdfunding* de valores o *equity crowdfunding* por lo que no entra en el análisis detallado de las plataformas que ofertan préstamos, ni en estos, ni en su legislación aplicable. Dado que el *crowdfunding* de préstamo no es objeto del presente estudio solo se realizará una sucinta referencia a las disposiciones aplicables al mismo. Si bien como el *crowdfunding* de préstamos cuenta con regulación específica en el Reglamento (UE) 2020/1503 relativo a la financiación participativa, se incluirá una breve mención al régimen de esta modalidad.

En cuanto a la regulación española el artículo 2.1 a) del Reglamento (UE) 2020/1503 incluye dentro de los servicios de financiación participativa la facilitación de la concesión de préstamos (*crowdfunding* de préstamo)¹⁶⁰. Pasa a definir el concepto de préstamo en la letra b) del mismo al determinar que préstamo “es el acuerdo en virtud del cual un inversor pone a disposición del promotor de un proyecto una suma de dinero acordada por un período acordado, y en virtud del cual el promotor del proyecto contrae una obligación incondicional de devolver dicha suma al inversor, más el interés acumulado, de conformidad con un calendario de pagos escalonados”¹⁶¹. Un sector doctrinal critica asimismo la utilización del término inversor para aquellos supuestos de préstamo ya que genera cierta confusión, de manera que se debería utilizar inversor para

¹⁵⁹ Vid. entre otros, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, Epígrafe Cap.3, 4. [Crowdfunding de préstamos].

¹⁶⁰ Artículo 2.1 a) del Reglamento (UE) 2020/1503

¹⁶¹ Artículo 2.1 b) del Reglamento (UE) 2020/1503

el “*equity crowdfunding*” y prestamista para el *crowdlending* o *crowdfunding* de préstamos¹⁶².

En el ámbito de los préstamos, define el artículo 2.1 c) del Reglamento (UE) 2020/1503 el concepto de “gestión individualizada de carteras de préstamos” como “la asignación, por parte del proveedor de servicios de financiación participativa, de una cantidad predeterminada de fondos de un inversor, que es un prestamista primario, a uno o varios proyectos de financiación participativa en su plataforma de financiación participativa de conformidad con un mandato individual otorgado por el inversor a libre albedrío de este y de manera individualizada”¹⁶³. Este sentido específico, encuadrado en la financiación participativa, se regula en el artículo 6 del Reglamento (UE) 2020/1503¹⁶⁴. Además, se establece que el proveedor de servicios de financiación participativa que proporcione una gestión individualizada de carteras de préstamos deberá asegurarse de contar con “los sistemas y controles adecuados para la gestión de riesgos y la modelización financiera de dicha prestación de servicios y de que se cumplan los requisitos que figuran en el artículo 6, apartados 1 a 3”¹⁶⁵.

Se añade a esta regulación el Reglamento Delegado (UE) 2022/2118 de la Comisión de 13 de julio de 2022, por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre la gestión individualizada de carteras de préstamos por parte de los proveedores de servicios de financiación participativa, que especifican los elementos del método utilizado para evaluar el riesgo de crédito, la información sobre cada cartera de préstamos que debe comunicarse a los inversores, y las políticas y procedimientos que

¹⁶² Ver en este sentido CUENA CASAS, M., “Régimen jurídico aplicable a los contratos de préstamo a través de plataformas de financiación participativa”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p.362-363 que entiende que “La utilización del término inversor para toda persona física o jurídica que ofrece financiación a cambio de un rendimiento dinerario (art. 46.1 LFEE) genera confusión. Esta unidad terminológica parece justificarse precisamente en tal regulación común del crowdfunding de inversión (*equity crowdfunding*) y el de préstamo (*crowdlending*) a pesar de tratarse de realidades bien distintas. El hecho de que el organismo supervisor de las PFP sea siempre la CNMV, cuyo objetivo es la protección de los inversores (art. 13.2. LMV), parece que ha hecho que se mantenga con carácter general el término inversor para aludir también a los simples prestamistas, algo que me parece impropio” y que “A mi juicio, la terminología debería ser diferente: “inversor” para el *equity crowdfunding* y “prestamista” para el *crowdlending* y ello ayudaría a aportar claridad a este régimen jurídico”.

¹⁶³ Artículo 2.1 c) del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹⁶⁴ Artículo 6 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹⁶⁵ Artículo 4.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

deben adoptarse en lo que respecta a los fondos de contingencia (en adelante Reglamento Delegado 2022/2118).

Dispone el artículo 20 del Reglamento (UE) 2020/1503 la regulación relativa a la publicación de la tasa de impago por parte de los proveedores de servicios de financiación participativa que faciliten la concesión de préstamos¹⁶⁶. La Comisión Europea, con relación a este precepto, ha promulgado también el Reglamento Delegado (UE) 2022/2115 relativo a las normas técnicas de regulación que especifican la metodología para calcular las tasas de impago de los préstamos ofrecidos en una plataforma de financiación participativa (en adelante Reglamento Delegado 2022/2115). Establece, además, el artículo 24.1 del Reglamento (UE) 2020/1503 que los proveedores de servicios de financiación participativa que presten una gestión individualizada de carteras de préstamos deben elaborar y poner a disposición de los inversores “una ficha de datos fundamentales de la inversión a nivel de plataforma”¹⁶⁷. Esta ficha de datos fundamentales de la inversión a nivel de plataforma es adicional a la ficha de datos fundamentales de la inversión realizada por el promotor, y deberá proporcionarse por el proveedor de servicios de financiación participativa que preste el servicio de gestión individualizada de carteras de préstamos¹⁶⁸.

La anterior regulación del Título V de la Ley 5/2015 contenía la regulación relativa a los préstamos concedidos a través de las plataformas de financiación participativa en los artículos 74 y ss. de la Ley de 2015. Sin embargo, en el nuevo Título V, introducido en virtud de la Ley 18/2022, las menciones específicas a los préstamos se han visto reducidas a algunos preceptos escasos como el artículo 52.1 en relación con la ficha de los datos fundamentales de la plataforma, y el régimen sustantivo queda remitido al Reglamento Europeo 2020/1503.

4. Inversión en Títulos Valores

El denominado *crowdfunding* de inversión (*crowdinvesting*) se entiende como aquel en el que los inversores reciben una compensación o rendimiento si bien

¹⁶⁶ Artículo 20 del Reglamento (UE) 2020/1503

¹⁶⁷ Artículo 24.1 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹⁶⁸ *Vid. al respecto*, AGÜERO ORTIZ, A., “Normas de protección del inversor en plataformas de financiación participativa para empresas en el Reglamento (UE) 2020/1503”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, 36/2020, (2020), pp.144-165, p.157.

estructurado de diferentes formas¹⁶⁹. Precisamente, las diferentes formas de esa compensación hacen que en esta modalidad se engloben modalidades del *crowdfunding* que puedan ser consideradas categorías independientes dependiendo del sector doctrinal. En el *crowdfunding* de inversión se opta por aportar financiación, pero no para recibir un producto sino para contribuir al desarrollo de una empresa, actuando como verdadero inversor y con derechos a participar en los beneficios si bien no siempre necesariamente como accionista¹⁷⁰.

En cualquier caso, el elemento común es la “creación de una relación jurídica estable entre el promotor y el inversor”¹⁷¹. Una de las modalidades del *crowdfunding* es precisamente el *equity crowdfunding*, aunque a veces se usan como términos intercambiables, que es aquella modalidad por la cual el inversor a cambio de su aportación recibe acciones o participaciones, de manera que el rendimiento económico consistirá bien en la percepción de dividendos o en el beneficio que se obtendrá en una futura reventa de las acciones¹⁷². Algunos autores entienden que el *equity crowdfunding* no puede englobar aquellos supuestos de obligaciones a menos que sean convertibles, entendiendo que el *equity crowdfunding* se refiere tan solo a aquellos casos de que se efectúen sobre títulos valores representativos de capital y por ende no de deuda¹⁷³. En este sentido se entiende el “*equity*” no como capital sino como fondos propios¹⁷⁴. Ello es así porque la inversión en obligaciones es propiamente en recursos ajenos ya que se trata de títulos valores representativos de deuda y no de capital que se entiende es el objeto

¹⁶⁹ *Vid.*, entre otros, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap 3. 2. [Crowdfunding de inversión: Concepto y relevancia práctica].

¹⁷⁰ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El “Equity Crowdfunding” o financiación en masa”, *cit.*, p.18.

¹⁷¹ *Vid.* entre otros, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap 3. 2. [Crowdfunding de inversión: Concepto y relevancia práctica].

¹⁷² *Vid.* entre otros, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap 3. 3.1 [Introducción].

¹⁷³ LAZARO SANCHEZ, E.J, “Crowdfunding : una fórmula de cooperación”, *cit.*, epígrafe III 1.1 [La multi-inversión en el capital social («equity crowdfunding» o «crowd-investing»)] ya que entiende que “1 artículo 50.1.a) LFFE parece reconocer en «la emisión o suscripción de obligaciones» un posible e indiscriminado instrumento para un proyecto de equity crowdfunding cuando la enumera al efecto junto con la emisión o suscripción de acciones ordinarias y privilegiadas. Sin embargo, el hecho de que tales negocios sean especificados como realizables sobre valores representativos de capital, entre otros, lleva a entender que solo la emisión de obligaciones convertibles puede considerarse instrumento idóneo de un propio proyecto de equity crowdfunding.”

¹⁷⁴ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El “Equity Crowdfunding” o financiación en masa”, *cit.*, p.20, en este sentido entiende el autor que “En cuanto al término apropiado para el «equity crowdfunding» o simplemente «crowd investing», se podría traducir como financiación en masa de capital, pero en realidad «equity» no significa como capital, sino fondos propios.”

específico del *equity crowdfunding*¹⁷⁵. Es importante destacar en este contexto y específicamente en cuanto a las obligaciones que en la actualidad y tras la modificación operada por la Ley 5/2015 en el artículo 401 de la Ley de Sociedades de Capital se permite asimismo a las sociedades limitadas la emisión de obligaciones que antes solo era permitida a las anónimas y a las comanditarias por acciones desde la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada¹⁷⁶.

Es importante destacar que aquellos inversores que opten por la adquisición de obligaciones en las operaciones de *crowdfunding* tienen la consideración de acreedores de la entidad no de socios de estas y es importante una correcta comprensión de estas diferencias¹⁷⁷. Además, se aboga por una modalización o especialidad en la emisión de las obligaciones más simplificada y ajustada al *crowdfunding* para evitar el posible fracaso por falta de uso¹⁷⁸.

A los efectos de este trabajo se entiende que la terminología de *equity crowdfunding* comprende las operaciones de *crowdfunding* por la que se adquieren acciones, participaciones sociales o títulos de deuda. Vemos por tanto que en el *equity*

¹⁷⁵ RODRIGUEZ MARIN, S., “Crowdfunding de inversión mediante obligaciones”, *Crowdfunding: Aspectos Legales.*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico, epígrafe II [La Financiación de empresas a través de la emisión de obligaciones], la cual aclara que “Las obligaciones, por tanto, se suelen definir como valores negociables emitidos en serie en los que, mediante una única operación económica, ponen en circulación partes alícuotas de un préstamo o empréstito y que deben ser reembolsadas en corto o medio plazo. Por lo tanto, las obligaciones se configuran como una forma de financiación externa, mediante recursos ajenos, en contraposición con el concepto tradicional de financiación mediante equity que se lleva a cabo a través de la emisión o suscripción de acciones, participaciones o cualquier otro valor representativo del capital social, es decir, mediante recursos propios.

¹⁷⁶ RODRIGUEZ MARIN, S., “Crowdfunding de inversion mediante”, *cit.*, epígrafe [Sujetos con capacidad para emitir obligaciones], la cual aclara que “Hasta la aprobación de la LFFE, las únicas sociedades de capital que tenían a su disposición esta posibilidad eran las sociedades anónimas y las sociedades comanditarias por acciones, teniéndolo prohibido las sociedades de responsabilidad limitada desde los años noventa. Sin embargo, la LFFE modifica en su artículo 45 varios artículos de la LSC y, más concretamente, mediante la modificación del artículo 401LSC alcanza el fin de incluir a las sociedades de responsabilidad limitada también como sujetos habilitados para emitir obligaciones.”

¹⁷⁷ RODRIGUEZ MARIN, S., “Crowdfunding de inversión mediante”, *cit.*, epígrafe VIII [Conclusiones] la cual aclara que “Tanto la empresa que decida emitir obligaciones como el obligacionista que decida suscribirlas deberán tener en consideración que, a diferencia del caso de las acciones, participaciones o cualquier valor representativo del capital social, los obligacionistas se considerarán, a todos los efectos, acreedores de la entidad emisora de las obligaciones y no socios, como sucede en el caso de la entrada de financiación en una empresa o persona jurídica a través de la suscripción de acciones y participaciones.”

¹⁷⁸ RODRIGUEZ MARIN, S., “Crowdfunding de inversion mediante”, *cit.*, epígrafe VIII [Conclusiones] la cual entiende que “Para terminar, considero que habrá que instar al legislador a que siga puliendo las carencias que a lo largo de este trabajo se han puesto de manifiesto pues es posible que la falta de previsión de una modalidad de emisión de obligación simplificada, más ágil y sencilla y que resulte de aplicación exclusivamente a los proyectos publicados en las plataformas de financiación participativa, puede llegar a abocar a la financiación de proyectos mediante la emisión de obligaciones en las plataformas al fracaso por falta de uso.”

crowdfunding o de *crowdfunding* de valores, los inversores contribuyen con fondos a una empresa o proyecto a cambio de una participación en el capital de la empresa, recibiendo por tanto una participación en la propiedad esta¹⁷⁹. Como se ha mencionado, es por tanto una de las modalidades de *crowdfunding* que se pueden considerar financieras. Los inversores a través de este mecanismo de inversión devienen accionistas o socios de la entidad en la que invierten u obligacionistas. Ello conlleva que los inversores se convierten en socios-promotores del emisor lo que conlleva la adquisición de los derechos y obligaciones derivadas de la condición de socio y estos vendrán determinados por ende por la forma jurídica que adopte el promotor¹⁸⁰. Cobra por ello especial importancia informar antes de las inversiones sobre los potenciales riesgos para los inversores, ya que al igual que con cualquier otra inversión en acciones, la empresa puede no tener éxito y se puede perder toda la inversión. Dado que las inversiones son generalmente en empresas pequeñas o *start-ups* es fundamental que los inversores comprendan los riesgos antes de invertir y que se establezcan, por parte de los legisladores, ciertas salvaguardas orientadas a la protección de estos. Aspectos estos que se analizarán con detalle en los epígrafes siguientes ya que el análisis de la regulación del *equity crowdfunding* comparativamente en Estados Unidos y España es el objeto del presente trabajo.

En el caso de que la contraprestación recibida por el inversor sea en títulos de deuda se suele denominar como *debt securities*¹⁸¹. Un sector doctrinal lo denomina incluso como *debt securities crowdfunding*¹⁸². Surgen así ciertas complicaciones en

¹⁷⁹ Un sector doctrinal ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 2. 5 [Crowdfunding de inversión], efectúa una clasificación diferente con la consiguiente denominación ya que se refiere al crowdfunding de inversión como aquel en que "...los promotores ofrecen a los inversores algún tipo de compensación o rendimiento en el negocio que financian, que puede tomar la forma de una participación en el capital de la sociedad o un derecho sui generis a participar en los beneficios". Esta clasificación englobaría, por tanto, tanto el *crowdfunding* de valores como potencialmente el de cuentas en participación que se analiza en el apartado siguiente, entendiendo que la referencia a "un derecho sui generis a participar en los beneficios" alude precisamente a las cuentas en participación.

¹⁸⁰ Vid. entre otros, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 3. 3.2 [Investment based crowdfunding].

¹⁸¹ En este sentido MORENO SERRANO, E., "Configuración jurídica", *cit.*, epígrafe 2.1 [La pluralidad de formas de financiación y las razones de política jurídica que justifican la regulación específica de algunas formas concretas de crowdfunding], también concibe los *debt securities* como una modalidad del *investment based crowdfunding*, por contraposición a las otras dos modalidades que menciona que *invoice trading* como modalidad de inversión a través de descuentos de facturas y pagares y el *crowdlending* que si bien relacionado con deuda se enmarco como crowdfunding de préstamos.

¹⁸² ESTEVAN DE QUESADA, C., "Crowdfunding financiero en la Unión Europea", *cit.*, p.32 que establece que "Una segunda posibilidad, también muy frecuente en la práctica y también regulada, junto con la primera, en la mayoría de normas nacionales sobre crowdfunding, consiste en que la compensación financiera obtenida por los inversores se concrete en un título de deuda. Esta segunda modalidad se suele denominar *debt securities crowdfunding*, y aunque podría considerarse que conceptualmente cae dentro del

cuanto a la clasificación de las modalidades de *crowdfunding*, como destaca la doctrina, dado que funcionalmente se trata de un préstamo y por tanto podría entenderse como *crowdfunding* de préstamos, si bien dado que se instrumentaliza a través de títulos de deuda se suele considerar como *crowdfunding* de inversión o títulos valores o *equity crowdfunding* como se refiere en este trabajo.

En el caso del *crowdfunding* de *debt securities* o títulos de deuda la relación jurídica que se establece, entiende la doctrina que depende de las características de las obligaciones. Conviene mencionar asimismo la posibilidad de que los inversores no realicen la inversión directamente en el propio emisor, sino que el instrumento sea emitido por otra entidad con un interés en el propio emisor, bien a través de un *Special Purpose Vehicle* (SPV) o de un *Collective Investment Scheme* (CIS). Esta posibilidad conlleva que los inversores adquieren un interés en la SPV o CIS y este a su vez lo adquiere en el emisor o promotor del proyecto¹⁸³.

Una de las principales dificultades derivadas del *crowdfunding* de inversión son las posibles dificultades de desinversión y transmisión de estas por la inexistencia en la práctica de un mercado secundario para la venta de los títulos valores¹⁸⁴. Ello conlleva la necesidad de que se establezcan mecanismos reforzados de protección de los inversores dado el riesgo inherente de estas inversiones y las dificultades de desinversión. Como destaca la doctrina es importante que cuando se proceda a la inversión en acciones o participaciones sociales se informe de los riesgos de dilución, de no recibir dividendos, de no poder influir en la sociedad, y de limitaciones a la transmisibilidad o quedar sujeto a restricciones a la libre transmisibilidad¹⁸⁵. En este sentido conviene asimismo informar

ámbito del crowdfunding de préstamos (dado que lo que los inversores conceden a la sociedad en estos casos es un préstamo, sin participar en su capital) se la suele incluir en el ámbito del crowdfunding de inversión ya que presenta diferencias sustanciales con los restantes modelos de crowdfunding de préstamos”.

¹⁸³ Vid. entre otros, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 3. 3.2 [Investment-based crowdfunding].

¹⁸⁴ Vid. entre otros, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 3. 3.2 [Investment-based crowdfunding]. Vid. también SÁNCHEZ RUÍZ, M., “La (débil) posición jurídica del socio”, *cit.*, p.1156, quien entiende que “En las ofertas canalizadas mediante plataformas de financiación participativa, sin embargo, los “valores” emitidos carecen de un segundo mercado gestionado por la plataforma”.

¹⁸⁵ Ver en este sentido CAMPUZANO, A.B., “Las plataformas de financiación”, *cit.*, p.267 la cual entiende que “En el caso de financiación mediante emisión de participaciones sociales u otros valores representativos de capital, se deberá informar además del riesgo de dilución, del riesgo de no recibir dividendos, del riesgo de no poder influir en la gestión de la sociedad y de las restricciones a la libre transmisibilidad inherentes a su régimen jurídico. Esta información se integra entre las que se exige que se presente en términos breves y sencillos, y en un lugar y forma especialmente destacadas en la página web de inicio bajo un epígrafe

de cuál es el impacto de los denominados derecho de arrastre (*drag along*) o el derecho de acompañamiento (*tag along*) en el ámbito de las operaciones de *crowdfunding* y permite al socio mayoritario en el caso de que reciba una oferta de un tercero pueda arrastrar a los socios minoritarios para que acepten la oferta del tercero y no la oposición¹⁸⁶. Los inversores en este tipo de empresas no necesariamente van a poder recibir dividendos de ahí que las posibilidades mayores de obtener rendimiento de darse este, es precisamente, a través de la venta de la empresa, de ahí la relevancia de una adecuada protección de los inversores a través de los derechos de acompañamiento y arrastre¹⁸⁷.

En el derecho de acompañamiento se permite a los socios minoritarios forzar la venta a un tercero juntamente con el socio mayoritario cuando este reciba una oferta¹⁸⁸. Una distinción interesante es precisamente en las restricciones o limitaciones en la transmisibilidad de las acciones y participaciones, en el caso de que figuren en estatuto esta al figurar en un contrato de naturaleza externa de no cumplirse no son válidas, sin embargo, de figurar en un pacto parasocial entre socios la consecuencia sería distinta, siendo la transmisión válida, pero se podría exigir al socio incumplidor¹⁸⁹. Conviene destacar que ciertos acuerdos y cláusulas han necesariamente constar en pactos

denominado «Información básica para el cliente» Ver en este sentido SANCHEZ RUIZ, M., “Las normas de conducta de las plataformas de financiación participativa”, *Crowdfunding: Cooperación Colectiva al Servicio de la financiación*, (dir. Lázaro Sánchez, E. y De la Vega García, F.), 1ª ed., agosto 2018, Recurso electrónico, epígrafe III. 1 [Información general e información básica para el cliente], la cual establece que “...se trata de equity crowdfunding, además, existe el riesgo de dilución (en caso de aumento de capital de la sociedad emisora); el riesgo de no recibir dividendos (por ejemplo, por la aplicación de una política de autofinanciación que conduzca a una reiterada falta de distribución de los beneficios repartibles); el riesgo de no influir en la gestión (por la dispersión asociada a la micro-financiación en masa y, en el caso de los inversores no acreditados, por los límites máximos a la inversión en cada proyecto del artículo 82.1 LFFE) y, finalmente, el riesgo de quedar sujeto a restricciones a la libre transmisibilidad inherentes al régimen jurídico de las participaciones sociales. Este último riesgo también podría darse en caso de inversión/financiación mediante acciones, cuando estas sean emitidas por sociedades anónimas cerradas, aunque tales restricciones no sean «inherentes a su régimen jurídico» sino que tengan su origen en una cláusula incluida en los estatutos sociales de la sociedad emisora o, incluso, en un pacto parasocial”

¹⁸⁶ Ver en este sentido VERDÚ CAÑETE, M.J., “Promotores y Proyectos”, *Crowdfunding: Cooperación Colectiva al Servicio de la financiación*, (dir. Lázaro Sánchez, E. y De la Vega García, F.), 1ª ed., agosto 2018, Recurso electrónico, epígrafe II.2.2 [Especialidades para sociedades de capital. Derechos de los socios].

¹⁸⁷ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El “Equity Crowdfunding” o financiación en masa”, *cit.*, p.49.

¹⁸⁸ Ver en este sentido VERDÚ CAÑETE, M.J., “Promotores y Proyectos”, *cit.*, epígrafe II.2.2 [Especialidades para sociedades de capital. Derechos de los socios].

¹⁸⁹ En este sentido entre otros SERRANO ACITORES, A., “Los pactos parasociales en el contexto del equity crowdfunding”, *Crowdfunding: Aspectos Legales.*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico, epígrafe IV 3.3 [Limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o participaciones de la sociedad].

parasociales porque el registrador mercantil no las acepta e inscribe en el registro¹⁹⁰. El objetivo de la regulación de *crowdfunding* es precisamente encontrar el equilibrio entre potenciar y fomentar el uso de este mecanismo y la necesaria protección de los inversores¹⁹¹.

Conviene realizar una mención específica al denominado *crowdfunding* inmobiliario, aunque este no encaja únicamente en el *crowdfunding* de inversión ya que puede revestir la modalidad de los “tipos” de *crowdfunding* financiero ya regulados, bien de préstamo o *crowdlending* o bien de inversión *investment-based crowdfunding*. El *crowdfunding* inmobiliario es aquel a través del cual la financiación obtenida se destina a un proyecto inmobiliario¹⁹². Este puede consistir en “en comprar solares para construcción y venta de edificaciones; en compra de inmuebles ya edificados para su rehabilitación y reventa; en compra de inmuebles para alquiler (con o sin previa rehabilitación) o en compra de inmuebles para alquilar durante cierto tiempo y luego vender”¹⁹³. El rendimiento de los inversores en el caso del *crowdfunding* inmobiliario viene determinado de bien los dividendos derivados del alquiler o cuota de liquidación por la plusvalía generada por el inmueble en caso de venta de este¹⁹⁴.

Es común en el caso del *crowdfunding* inmobiliario la creación de una sociedad *ad hoc* para la gestión del proyecto inmobiliario de manera que el inversor adquiere las

¹⁹⁰ En este sentido entre otros SERRANO ACITORES, A., “Los pactos parasociales en el contexto”, *cit.*, epígrafe IV.3 [Contenido típico de los pactos parasociales] al entender que “Ahora bien, es cierto que algunas cláusulas solo podrán ser incluidas en el contrato de socios, ya que de ser incluidas en los estatutos sociales, estas no serán aceptadas por el Registrador Mercantil, quien las calificará negativamente por no respetar los principios del tipo societario del que se trate (fundamentalmente, sociedad anónima o sociedad de responsabilidad limitada).”

¹⁹¹ Ver en este sentido BORRALLO FERNANDEZ, A.B., “Régimen general del crowdfunding: el promotor y el inversor”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p.299 la cual entiende que “El objetivo de la norma plasmado en su preámbulo, no es otro que “ajustar la misma en aras del difícil equilibrio entre una regulación que potencie esta actividad y a la vez garantice un adecuado nivel de protección del inversor” dejando fuera de este sistema a otras entidades ya reguladas y supervisadas.”

¹⁹² Ver en este sentido JIMENEZ PARIS, A., “El crowdfunding inmobiliario”, *cit.*, p.533 la cual entiende que “El crowdfunding inmobiliario surgido en EEUU y extendido después a Europa e Hispanoamérica es una modalidad de financiación colaborativa con finalidad lucrativa, caracterizado porque el proyecto empresarial para el que se solicita dicha financiación es un proyecto inmobiliario.”

¹⁹³ Ver en este sentido JIMENEZ PARIS, A., “El crowdfunding inmobiliario”, *cit.*, p.536

¹⁹⁴ Ver en este sentido JIMENEZ PARIS, A., “El crowdfunding inmobiliario”, *cit.*, p. 539 que entiende que “ Los inversores pasan, pues, a ser socios, repartiéndose los beneficios derivados del alquiler del inmueble mediante reparto de dividendos. Cuando se enajene el inmueble, el precio de venta se repartirá entre los socios como cuota de liquidación de la sociedad en proporción a su aportación (arts. 391-394 del TRLSC), pudiendo, en su caso, recuperar el socio el capital aportado inicialmente más una plusvalía (art. 392.1 TRLSC)”

acciones específicamente en esta; si bien otra opción es adquirir directamente en la propia sociedad promotora del proyecto a través de un aumento de capital¹⁹⁵.

5. Otros: *Crowdfunding* “atípico” o no regulado

Otra modalidad de *crowdfunding* presente en el tráfico jurídico es la estructurada a través de contratos de cuentas en participación. Si bien conviene destacar que no toda la doctrina lo incluye como tal dentro de las modalidades del *crowdfunding*¹⁹⁶. Se configura la misma como una modalidad híbrida entre el *equity crowdfunding* y el *crowdfunding* de recompensa¹⁹⁷. Se entiende como aquel modelo donde el promotor del proyecto cede un porcentaje en la facturación o en el beneficio de su proyecto al inversor en lugar de una participación en el capital de la empresa¹⁹⁸. Esto conlleva, por tanto, que el inversor no ostentará derechos políticos o económicos en la sociedad promotora, pero sí que participará en los beneficios obtenidos¹⁹⁹. La doctrina ha destacado como características más importantes de esta modalidad que no se crea una persona jurídica al efecto y que la misma se articula a través de contratos particulares²⁰⁰. El capital o los fondos del inversor se transfieren al promotor del proyecto, sin que el gestor tenga ningún tipo de capacidad de administración o decisión, siendo el promotor el que gestiona el proyecto. La protección del inversor se deriva por tanto de las propias cláusulas del

¹⁹⁵ Ver en este sentido JIMENEZ PARIS, A., “El crowdfunding inmobiliario”, *cit.*, p. 547 que entiende que “De manera que la operativa que se sigue sería: o bien crear una sociedad ad hoc para la gestión y promoción del proyecto inmobiliario, la cual captaría financiación mediante un aumento de capital (esto es, creando nuevas acciones o participaciones sociales cuya suscripción se ofrecería al público mediante la PFP); o bien la empresa del sector inmobiliario no crearía una sociedad ad hoc para la compra, o construcción, o rehabilitación del inmueble, sino que ofrecería la suscripción de acciones o participaciones de su propia sociedad mediante un aumento de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente”

¹⁹⁶ *Vid.* en este sentido entre otros, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 1. 2.2 [Modelo de Negocio Polifacético] y epígrafe Cap.3. 3.3 [Profit-sharing crowdfunding], donde la autora lo entiende como una modalidad del crowdfunding de inversión como profit-sharing o revenue-sharing, ya que tiene como finalidad la inversión en un proyecto si bien reconoce su semejanza con las cuentas en participación

¹⁹⁷ ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap.3. 3.3 [Profit-sharing crowdfunding].

¹⁹⁸ Artículos 239-243 Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio.

¹⁹⁹ *Vid.* entre otros, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 1. 3.1 [Introducción], la cual entiende esta modalidad como parte de el crowdfunding de inversión donde la contraprestación del inversor se instrumenta en un derecho sui generis de participación en el retorno del promotor o profit-sharing. Se ve por tanto que la modalidad que ESTEVAN se alinea con el modelo de cuentas en participación.

²⁰⁰ Ver en este sentido JIMENEZ PARIS, A., “El crowdfunding inmobiliario”, *cit.*, p. 541.

contrato de cuentas en participación donde se establecen los beneficios potenciales del inversor y las obligaciones de los promotores con estos y en la gestión.

Un sector doctrinal se refiere esta modalidad como “*profit-sharing*” o “*revenue-sharing*” *crowdfunding* y lo entiende como una modalidad del *crowdfunding* de inversión, en donde la compensación de los inversores deriva de un derecho a participar en los beneficios que se deriven del proyecto o negocio²⁰¹. Esta modalidad si bien fue más utilizada en un principio ha ido perdiendo importancia con el tiempo²⁰². La diferencia básica del *crowdfunding* de cuentas en participación del *equity crowdfunding* o *crowdfunding* de capital tradicional es que mientras en el segundo caso los inversores reciben una participación en la propiedad de la empresa, en el *crowdfunding* de cuentas en participación se permite a los inversores participar en los beneficios generados por la empresa, pero sin tener una participación en ella. Se ha de destacar que el *crowdfunding* de participación en las ganancias, o de cuentas en participación, no se encuentra actualmente regulado por la *Security Exchange Commission* (SEC) (Comisión de Bolsa y Valores) de EE. UU. a diferencia del *equity crowdfunding* de capital²⁰³.

V. SUJETOS PRESENTES EN EL CROWDFUNDING

El *crowdfunding* se configura como una operación triangular²⁰⁴. Existen, por tanto, en el *crowdfunding* principalmente tres sujetos intervinientes: promotor o emisor,

²⁰¹ Vid. entre otros, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión*, cit., epígrafe Cap. 3. 3.3 [Profit-sharing crowdfunding], quien entiende que “se trata de un tipo de crowdfunding que tiene como finalidad la inversión en un proyecto o negocio a cambio de una compensación de tipo financiero, en forma de participación en los beneficios que de aquel se deriven”.

²⁰² ESTEVAN DE QUESADA, C., “Crowdfunding financiero en la Unión Europea”, cit., p.33.

²⁰³ En este sentido la mayoría de la doctrina, vid. entre otros, Vid. entre otros, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión*, cit., epígrafe Cap. 3. 3.1 [Introducción]. MORENO SERRANO, E., “Configuración jurídica”, cit., epígrafe 2.1 [La pluralidad de formas de financiación y las razones de política jurídica que justifican la regulación específica de algunas formas concretas de crowdfunding,], puso ya de manifiesto que no se incluyó su regulación ni en la versión original de la Ley 5/2015 “a pesar de que se presentó una enmienda al respecto durante el trámite parlamentario de la LFFE —tanto en el Congreso como en el Senado— que proponía su inclusión en la misma”.

²⁰⁴ Ver en este sentido entre otros: GIMENO RIBES, M., “Aproximación a la naturaleza jurídica”, cit., epígrafe II. [Caracteres y función económica del crowdfunding], y ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión*, cit., epígrafe [cap.1. 2.3 Operación con tres participantes]. Conviene mencionar la precisión realizada por ESTEVAN DE QUESADA, C al reflejar que “[se] podría argumentar que este carácter tripartito no es realmente una característica definitoria del concepto, en la medida en que los promotores pueden hacer el llamamiento a colaborar financieramente desde sus propias páginas web o redes sociales, y sin intervención por tanto de ninguna plataforma de Internet externa.” Si bien posteriormente concluye al igual que la mayoría de la doctrina que “...el concepto de crowdfunding

inversor, y proveedor de servicios de financiación participativa²⁰⁵. En este sentido se expresa igualmente el Considerando Segundo del Reglamento (UE) 2020/1503 al establecer que la “prestación de servicios de financiación participativa implica generalmente a tres tipos de actores: 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”. Se entiende por tanto que los proveedores de servicios ponen en contacto a los inversores con los promotores siendo estos dos últimos clientes del primero²⁰⁶.

Las relaciones jurídicas entre estos sujetos, solo se analizarán desde la perspectiva del *crowdfunding* de valores, no entrando, por tanto, en las especialidades derivadas de las otras modalidades de *crowdfunding*. Los promotores son aquellos emprendedores que, para la financiación de un proyecto o iniciativa de negocio, acuden al *crowdfunding* para

actualmente aceptado incluye la actividad de estas plataformas, como una tercera parte de la operación, situada entre los promotores y los inversores.” En contra MARTIN FERNANDEZ, I.M., “Aspectos fiscales del crowdfunding”, *Crowdfunding: Aspectos Legales*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico, epígrafe II [Estructura y Tipos de Crowdfunding], que hace referencia a la posibilidad de que intervenga asimismo un cuarto sujeto que asuma la gestión de los ingresos y pagos aunque menciona la posibilidad de que se realice directamente por la propia plataforma. ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M., “Las plataformas de financiación participativas: su constitución”, *Crowdfunding: Aspectos Legales*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico, epígrafe I [Las Plataformas de financiación participativa]: “Todas las modalidades de crowdfunding responden a una estructura relacional básica común que implica la participación mínima de tres sujetos: el promotor del proyecto, los aportantes al proyecto y el gestor de la plataforma”.

²⁰⁵ En cambio, MORENO SERRANO, E., “Configuración jurídica”, *cit.*, epígrafe 3 [Elementos subjetivos que determinan el concepto de crowdfunding], en cuyo caso el carácter triangular no existe como tal ya que “el propio promotor puede actuar como plataforma de crowdfunding, cuando gestiona directamente la recepción de las cantidades económicas [...], o bien el titular de una plataforma puede publicar en ella sus propios proyectos”. Conviene destacar aquí como acertadamente LAZARO SANCHEZ, E.J., “Crowdfunding : una fórmula de cooperación”, *cit.*, epígrafe I [Introducción régimen general], pone de manifiesto la confusión de la terminología entre operador, ahora y con la terminología más reciente proveedor de servicios de financiación participativa, y plataforma de financiación participativa al destacar que “el operador de la plataforma (metonímicamente llamado por el nombre del instrumento de que se vale, Plataforma)”. Ver en este sentido además ZUNZUNEGUI, F., “Encuadre sistemático y conceptual”, *cit.*, p.47-48 quien entiende que “Para mejor visualización se tiende a objetivar la actividad en el término «plataforma», de tal modo que se llega confundir la plataforma con el sujeto proveedor del servicio” y que “...el proveedor de servicios de financiación participativa no debe confundirse con la plataforma o portal de internet a través del cual presta sus servicios. Esta confusión lleva a que en algunas jurisdicciones se regulen las plataformas o portales y las referencias al sujeto se concreten en referencias a «la Plataforma»⁵⁵. Es un enfoque perturbador. Dificulta la asignación de responsabilidades. El responsable siempre es un sujeto, el titular del servicio prestado a través de la plataforma.”

²⁰⁶ CARRASCO PERERA, A., “Proyecto de ley de fomento de la financiación empresarial: la financiación participativa a través de plataformas de “crowdfunding”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo* Nº 12/2014, pp.185-197, p.188.

la obtención de financiación²⁰⁷. En el caso del *equity crowdfunding* el promotor de los proyectos será necesariamente una sociedad de capital²⁰⁸. Se ha mencionado en ocasiones por algún autor como característica inherente al promotor la imposibilidad de obtener financiación por canales más tradicionales²⁰⁹. Si bien es cierto que tal realidad se encuentra precisamente en el origen del fenómeno del *crowdfunding* como mecanismo de financiación, conviene no asumir que sea un rasgo de todo promotor. Pueden existir casos en los que los promotores, pudiendo acudir, y obtener, financiación a través de canales tradicionales o como complemento a estos, opten, por razones de diversa índole, por acudir única o complementariamente, al *crowdfunding*.

El segundo sujeto interviniente, son los inversores. Estos pueden ser tanto personas físicas, como personas jurídicas, los cuales, motivados por la obtención de un rendimiento en las modalidades financieras, o de otro tipo en las otras modalidades de *crowdfunding* anteriormente mencionadas, entregan fondos al proyecto del promotor²¹⁰. Tal referencia a la posibilidad de que sean tanto personas físicas como jurídicas se deduce del propio artículo 2.1. i) del Reglamento (UE) 2020/1503 que define como inversor a “toda persona física o jurídica”. Lo que cualifica al inversor es ser precisamente el sujeto que aporta los fondos al proyecto al que se refiera la oferta de financiación participativa. Un sector doctrinal entiende que quizás la denominación de la Ley 5/2015 para referirse al inversor no es la más adecuada y podría haber optado por financiador, contribuidor u otro, pero entiende que se hace así para enfatizar del concepto de la protección de inversor²¹¹. Al respecto lo cierto es que no existen alternativas mucho mejores y utilizar

²⁰⁷ Vid. entre otros, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 1., 2.3. [Operación con tres participantes].

²⁰⁸ En este sentido entre otros MORENO SERRANO, E., “La instrumentalización del Crowdfunding mediante la emisión de acciones o participaciones”, *Crowdfunding: Aspectos Legales.*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico, epígrafe II.1 [La sociedad de capital promotora que emite nuevas acciones o participaciones] el cual establece que “...cuando se trate de un crowdfunding de equity el promotor deberá ser necesariamente una sociedad de capital...”

²⁰⁹ Vid. en este sentido ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 1., 2.3. [Operación con tres participantes].

²¹⁰ Ver en este sentido entre otros MORENO SERRANO, E., “Configuración jurídica”, *cit.*, epígrafe 3.2 Los sujetos que pueden financiar una actividad o proyecto por medio de crowdfunding, que pone de manifiesto que “cualquier persona física o jurídica puede realizar aportaciones a un proyecto de crowdfunding”.

²¹¹ Ver en este sentido BORRALLO FERNANDEZ, A.B., “Régimen general”, *cit.*, p.316 que establece que “Por ello, es curiosa la nomenclatura que utiliza el legislador para definir al inversor, por cuanto, siendo quien ofrece la financiación, debería haberse escogido una terminología más acorde con su posición en la relación contractual, como podría ser, la de “financiador”, la de “contribuidor”, o, incluso, la de “prestamista”. No obstante, la norma escoge el término inversor con el objetivo de acercar la función de

el término de inversor destaca el interés de obtener una rentabilidad, además de ser un término de común uso y relacionado en la mentalidad de gran parte con el concepto protección del inversor. De ahí que nos parezca adecuado el uso de este vocablo.

Por último, el tercer sujeto interviniente en el *crowdfunding* son los portales de financiación, plataformas de financiación participativa, o proveedores de servicios de financiación participativa según la terminología que se utilice²¹². Se aclara asimismo la terminología utilizada por la redacción original de la Ley 5/2015 y cuyo uso se continua en la introducida por la Ley 18/2022 que la referencia al termino de “plataforma” ha de entenderse a la “persona jurídica titular de la autorización”²¹³. En este sentido se puede entender la plataforma, como plataforma electrónica, como “un entorno digital cerrado de interacción múltiple entre los usuarios (inversores y promotores, en este caso) gestionado centralizadamente por un operador (a quien la Ley 5/2015 denomina PFP para las plataformas de financiación participativa)”²¹⁴. Con independencia de la denominación utilizada, este tercer sujeto se concibe como aquellas personas jurídicas que se dedican profesionalmente, a cambio de una remuneración, a poner en contacto a promotores e inversores, los otros dos sujetos de la relación, a través de sus páginas web y asimismo a

protección del inversor así como la supervisión de las plataformas que tiene atribuidas la Comisión Nacional del Mercado de Valores...”

²¹² MORENO SERRANO, E., “Configuración jurídica”, *cit.*, epígrafe 3. [Plataformas de crowdfunding y titulares de la plataforma], entiende las plataformas de crowdfunding que “las plataformas de crowdfunding no son, por tanto, personas físicas o jurídicas, sino un medio, una página web, cuyo titular puede ser una persona física o jurídica —sociedad de capital o no—, y que sirve para realizar mediante ellas la función de intermediación” esta concepción venia derivada precisamente de la terminología utilizada en la Ley 5/2015 y en la que se distingue la plataforma de crowdfunding de su titular el cual es el intermediario entre el promotor y los inversores, y en denominación actual el proveedor de servicios de financiación.

²¹³ Ver en este sentido SANCHEZ RUIZ, M., “Las normas de conducta de las plataformas”, *cit.*, epígrafe II.2 [Destinatarios], la cual establece que “Las referencias a la plataforma de financiación participativa en el ámbito que nos ocupa deben entenderse realizadas, en sentido estricto, a la persona jurídica titular de la autorización para actuar como tal, que habrá de estar inscrita en el registro correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En una suerte de metonimia con finalidad simplificadora⁴⁴, la Ley de fomento de la financiación empresarial, de forma reiterada e indistinta, denomina «plataforma» tanto al entorno digital que es presupuesto necesario para el establecimiento de las relaciones jurídicas entre los distintos sujetos intervinientes en este ámbito como a la persona jurídica que, previa autorización, actúa como operadora o gestora profesional de este mercado de contratación electrónica de «productos financieros» (préstamos de dinero, acciones, obligaciones, participaciones sociales)”

²¹⁴ Ver en este sentido RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLEL, T., “Responsabilidad de las plataformas”, *cit.*, p.503.

prestar otra serie de servicios relacionados²¹⁵. Estas son precisamente el elemento más característico del *crowdfunding*²¹⁶.

VI. NATURALEZA JURÍDICA

Como pone de manifiesto la doctrina el *crowdfunding* “es a la vez un sistema de financiación empresarial y un esquema de contratación múltiple”²¹⁷. La necesidad de establecer la naturaleza jurídica viene dada por la falta de regulación de los contratos celebrados entre los sujetos intervinientes en este ámbito. La naturaleza jurídica de la inversión o transacción que se realiza en las operaciones de *crowdfunding* es un elemento esencial para entender la relación que se produce entre los promotores y los inversores. De existir por tanto discrepancias entre los mismos, la interpretación de los términos contractuales acordados por las partes es esencial para la resolución de conflictos, si bien estos no siempre se encuentran lo suficientemente detallados²¹⁸. Se pone por tanto de manifiesto su naturaleza atípica, aparte del ya anteriormente mencionado carácter poliforme, lo que genera una mayor complejidad a la hora de su regulación²¹⁹. Esto determina que el papel que juegan las normas supletorias es esencial, por lo que se ha de calificar el contrato e integrarlo en la categoría jurídica más próxima conceptualmente a la transacción principal a efectos de completar posibles lagunas²²⁰. La naturaleza jurídica incidirá por tanto en el régimen jurídico aplicable a la relación creada entre las partes²²¹. Un sector doctrinal hacía referencia a los elementos existentes en el “ecosistema de *crowdfunding*”, entendiéndolo que este incluía seis elementos a saber: “ (i) persona físicas y/o jurídicas que reciben fondos para sus proyectos: promotores, (ii) los inversores o prestamistas, (iii) el servicio que se presta de poner en común a unos y otros; (iv) el precio

²¹⁵ Vid. entre otros, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión*, cit., epígrafe Cap. 1., 2.3. [Operación con tres participantes].

²¹⁶ En este sentido entre otros MORENO SERRANO, E., “Configuración jurídica”, cit., epígrafe 3.1 [Plataformas de crowdfunding y titulares de la plataforma].

²¹⁷ CARRASCO PERERA, A., “Proyecto de ley de fomento”, cit., p.185.

²¹⁸ Vid. ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión*, cit., epígrafe Cap. 2., 1. [Introducción].

²¹⁹ GIMENO RIBES, M., “Aproximación a la naturaleza jurídica”, cit., epígrafe II. [Caracteres y función económica del crowdfunding].

²²⁰ ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión*, cit., epígrafe Cap. 2., 1. [Introducción].

²²¹ ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión*, cit., epígrafe Cap. 2., 5. [Crowdfunding de inversión].

que haya que pagar por el servicio convenido; (v) la plataforma de internet utilizada; (vi) el marco legal donde esta relación se desarrolla”²²².

En cuanto a las relaciones contractuales entre los diferentes sujetos se pone de manifiesto la relación vertical de los usuarios con la plataforma a través de un contrato de acceso con diversas modalidades y de un contrato horizontal entre los propios usuarios²²³. Dentro de los contratos que se originan en el marco de las operaciones de *crowdfunding* se ha señalado por tanto el contrato de acceso entre el proveedor y los usuarios registrados, en modalidad de *click agreement* y con predisposición del clausulado, sin negociación y determinando las obligaciones de los promotores o inversores según su caso²²⁴. Se concluye por tanto que el contrato de acceso es un *click agreement* de adhesión con condiciones generales²²⁵. Se debe tener en consideración además que el incumplimiento de las obligaciones del contrato de acceso puede acarrear incumplimientos contractuales si bien no se entra en el análisis pormenorizado de las consecuencias de estos²²⁶.

Se ha de destacar, además, que a través de tal contrato de acceso se prestan servicios de la sociedad de la información, siendo básicamente según entiende un sector doctrinal la mediación electrónica entre las partes²²⁷. Se entiende según este sector

²²² GALEOTE MUÑOZ, M.P., "Equity Crowdfunding: Agentes y Relaciones", *Revista de Derecho Patrimonial*, 41, Septiembre - Diciembre 2016, pp. 221-232, p.231.

²²³ Ver en este sentido RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLEL, T., "Responsabilidad de las plataformas", *cit.*, p.503, la cual entiende que "Estas relaciones contractuales se entablan en dos dimensiones: la vertical, entre el operador y los usuarios de la plataforma —contrato de acceso (denominación habitual del contrato concluido entre el operador de una plataforma y los usuarios)— y, la horizontal, los usuarios entre sí. El operador de la plataforma, en el marco que define el contrato de acceso, asume funciones de variado contenido y extensión en el control de acceso, la adopción de reglas internas, la supervisión del cumplimiento, la prestación de servicios de valor añadido, y la aplicación de sanciones en caso de incumplimiento, con el fin de generar un espacio de confianza."

²²⁴ Ver en este sentido entre otros RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLEL, T., "La responsabilidad de las plataformas: Alcance, límites", *cit.*, epígrafe V.1 [El contrato de acceso], y LAZARO SANCHEZ, E.J., "Crowdfunding : una fórmula de cooperación", *cit.*, epígrafe II. [Operativa y bases de funcionamiento].

²²⁵ Ver en este sentido RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLEL, T., "Responsabilidad de las plataformas", *cit.*, p.527 la cual entiende que "Un breve apunte para recordar que el contrato de acceso se configura como un contrato de adhesión con condiciones generales que se celebra por medios o en un entorno electrónico bajo la modalidad de click agreement"

²²⁶ Ver en este sentido RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLEL, T., "Responsabilidad de las plataformas", *cit.*, p.521 la cual entiende que "Naturalmente, en virtud del contrato de acceso, promotores e inversores también asumen obligaciones cuyo incumplimiento podrá determinar su responsabilidad contractual."

²²⁷ LAZARO SANCHEZ, E.J., "Crowdfunding : una fórmula de cooperación", *cit.*, epígrafe II.[Operativa y bases de funcionamiento], el cual entiende que "Por medio de este contrato la Plataforma presta a sus usuarios los servicios de la sociedad de la información, según el amplio sentido dado al término por el apartado a) del Anexo de la LSSI. Tales servicios consisten, básica y fundamentalmente, en su mediación electrónica entre las partes –promotor/contribuidores– del contrato de base que llegue a celebrarse, posibilitando del mismo modo la perfección y, en su caso, la consumación de este contrato sin que la

doctrinal, que además del contrato de acceso, surgirá el denominado contrato de base entre los promotores y contribuidores y el cual dependerá en su naturaleza jurídica de la modalidad de *crowdfunding* que se trate. Si bien todos los contratos tienen ciertos rasgos comunes ya que se trata de “contratos electrónicos promovidos y celebrados por mediación de las Plataformas de *crowdfunding* a través de los canales de comunicación establecidos, desarrollados y explotados por ellas para facilitar la contratación entre sus usuarios” como se deducía de la redacción original del artículo 51.1 b) de la Ley 5/2015²²⁸.

Además de la relación jurídica entre inversores y promotores, existen las relaciones jurídicas del propio proveedor de servicios de financiación participativa con cada uno de los otros dos sujetos intervinientes, que son a su vez usuarios de sus servicios, a saber, relación proveedor de servicios de financiación participativa-inversor y relación proveedor de servicios de financiación participativa-promotor. En cuanto a la naturaleza jurídica propiamente dicha de las actividades realizadas por los proveedores de servicios de financiación, las actividades y prestaciones tanto a favor del promotor, como del inversor, se entienden como una relación de intermediación, si bien esta con las particularidades derivadas del ámbito tecnológico en el que se realizan las operaciones de financiación participativa o *crowdfunding*²²⁹. En el mismo sentido se entiende que el “tipo -legalmente atípico-” relativo a la función y actividades de los proveedores de servicios de financiación participativa se adscribe a los denominados contratos de mediación o de corretaje, aclarando, además, que esta naturaleza es la misma tanto en las modalidades de *crowdfunding* financieras como también para cualquier *crowdfunding* en general²³⁰. Un

Plataforma tenga vínculo alguno de dependencia o de representación con ninguna de las partes.” Ver también LOPEZ ORTEGA, R., "Las plataformas de financiación", *cit.*, p.176, quien entiende que “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.”

²²⁸ LAZARO SANCHEZ, E.J., “Crowdfunding : una fórmula de cooperación”, *cit.*, epígrafe II. 2 [El contrato de base].

²²⁹ ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe [Cap. 1.-2.3 Operación con tres participantes].

²³⁰ MACANAS, G., “Calificación y caracteres del contrato de mediación con la plataforma de *crowdfunding*”, *Crowdfunding: Cooperación Colectiva al Servicio de la financiación*, (dir. Lázaro Sánchez, E. y De la Vega García, F.), 1ª ed., agosto 2018, Recurso electrónico, epígrafe II [Calificación de la relación contractual principal con la plataforma: contrato de mediación], quien entiende que “El tipo – legalmente atípico– que recoge precisa y exactamente la función de la plataforma como intermediaria, y que al tiempo resulta el más apropiado para la consecución de la finalidad del contrato –en cuanto a la realización del interés de las partes–, es el contrato de mediación, también llamado de corretaje. Lo es,

sector doctrinal ha precisado de hecho que podría entenderse “*lato sensu* – de corretaje ‘financiero’”²³¹.

Un sector doctrinal parece entender por tanto que el denominado contrato de acceso, vertical entre el proveedor/plataforma y los usuarios es de hecho un contrato de mediación²³². Se entiende por el mismo que el contrato de mediación del *crowdfunding* es un contrato de resultado y oneroso²³³ y que es un contrato de contenido y carácter financiero, ya que los proveedores de servicios de financiación participativa actúan como operadores del mercado financiero, aunque no bancario²³⁴. En las operaciones de *crowdfunding* no existirían por tanto los contratos de mandato o de comisión y se entiende que es más afín a la figura de la mediación o corretaje²³⁵. Resulta interesante la postura

además, para toda plataforma de crowdfunding; tanto específicamente en sus modalidades financieras como también lo es para cualquier crowdfunding en general, incluyendo los supuestos no financieros”. Ver también HERNANDEZ SAINZ, E., “La transparencia como instrumento de protección de los inversores en PYMEs y start-ups a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (*crowdfunding* de inversión)”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 16/2015, N.º 16, 1 de ene. de 2015, Editorial Wolters Kluwer, pp 1-36, p. 8.

²³¹ Ver en este sentido LOPEZ ORTEGA, R., “Las plataformas de financiación”, *cit.*, p. 171, quien entiende que “Por tanto, la relación jurídica entre la PFP y el cliente podría asimilarse en un principio con el contrato de mediación; 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 i emisores de valores, para la conclusión de contratos de crédito o suscripción de valores.”

²³² GOÑI RODRÍGUEZ DE ALMEIDA, M., “La contratación a través de plataformas”, *cit.*, p.75 la cual entiende que “En estos casos, la relación contractual vertical entre la plataforma y los usuarios es un contrato de mediación, que es el que da el acceso a los participantes (oferentes y demandantes) en el mercado o entorno restringido donde se producirá el contrato pretendido por ellos. La entrada a ese mercado restringido se producirá conforme a un contrato de acceso de carácter especial, que tiene características comunes con aquel (aceptar condiciones acceso establecidas por la plataforma, registro o identificación previa, de los usuarios, etc.), pero al que se añade una serie de particularidades y prestaciones diferentes, pues previa identificación y aceptación de las condiciones por el usuario, se generan otras obligaciones entre las partes (plataforma y usuarios) que nos llevan a calificar este contrato como de mediación”.

²³³ ALONSO ESPINOSA, F.J., “Protección de la inversión a través de plataformas de financiación participativa”, *Crowdfunding: Cooperación colectiva al servicio de la financiación*, Dir. Lázaro Sánchez E.J. y De la Vega García, F., M., Ed. Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2018, Recurso electrónico, epígrafe I [Aspectos introductorios], donde establece que “...el de mediación es un contrato calificable como de resultado y no de simple actividad o de medios. En cualquier caso, este contrato de mediación típico del hacer jurídico de las sociedades de crowdfunding es siempre un contrato oneroso.”

²³⁴ ALONSO ESPINOSA, F.J., “Protección de la inversión”, *cit.*, epígrafe I [Aspectos introductorios], donde establece que “El contrato de mediación o corretaje como típico o propio de la actividad jurídica de las sociedades de crowdfunding o PFP es un contrato de carácter y contenido financiero, aunque no es ni puede ser un contrato bancario El contrato de mediación mediante crowdfunding es incuestionablemente de carácter financiero. Las sociedades de crowdfunding son auténticos operadores del mercado financiero ya que promueven la formación de contratos de financiación bajo diferentes tipos, modalidades y contenidos, entre potenciales inversores (financiadores) y empresarios...”

²³⁵ MACANAS, G., “Calificación y caracteres del contrato”, *cit.*, epígrafe II.1 [No se trata de un contrato de mandato ni tampoco de comisión]. Sigue en este sentido a MACANAS, GOÑI RODRÍGUEZ DE ALMEIDA, M., “La contratación a través de plataformas”, *cit.*, p.77, quien entiende que “Como bien distingue Macanás, no se trata de un contrato de mandato, ni de comisión, ni un contrato publicitario. De los dos primeros difiere en que la plataforma no representa al oferente —ni al demandante—, como ya hemos dicho, ni sigue sus instrucciones, si no que actúa con independencia e imparcialidad; además en la

de otro sector doctrinal que entiende que el proveedor de servicios de financiación participativa no se configura como intermediario en las transacciones entre los usuarios a no ser que así se establezca y se entienda que se limita a poner los mecanismos electrónicos al efecto²³⁶. Postura esta que parece configurar al proveedor de servicios de financiación participativa como un mero intermediario de “medios electrónicos” sin un rol jurídico como tal.

La postura más aceptada por la doctrina es la de que estas relaciones se asemejan a contratos de mediación, otro sector doctrinal, sin embargo, entiende que lo que se da es un contrato de mandato de los inversores a los proveedores de servicios de financiación participativa para que, en su nombre, celebre un contrato de adquisición de acciones o participaciones²³⁷. En ejercicio precisamente de ese mandato y en el caso del *equity crowdfunding* se celebrará un contrato de suscripción de acciones o participaciones, la

comisión, o agencia, o mandato, el intermediario solo mantiene vinculación con una de las partes, mientras que en la mediación, —como lo es en este caso— “ se posibilita una relación triangular en la que “ambas partes del negocio mediado puedan contratar con el mismo mediador””.

²³⁶ Ver en este sentido RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLEL, T., “Responsabilidad de las plataformas”, *cit.*, p.504 la cual entiende que “...el operador no interviene como intermediario en las transacciones celebradas entre los usuarios salvo que así se haya configurado. De este modo, si, en una plataforma de financiación, los inversores aportan, en forma de capital, sus contribuciones adquiriendo acciones de la sociedad promotora, el operador no se convierte automáticamente en una empresa de servicios de inversión que recibe, transmite y ejecuta las órdenes de clientes en relación con instrumentos financieros. Causalmente, los servicios que presta el operador consisten en ofrecer los mecanismos electrónicos, habilitar el entorno de interacción y poner a disposición los procedimientos que permitirían a los inversores y a los promotores negociar y concluir las operaciones deseadas. Todo ello, sin perjuicio de que el modelo de negocio diseñado sea efectivamente el de convertir al operador en un intermediario financiero que presta los servicios que le son propios.”

²³⁷ Ver en este sentido DELGADO LARENA-AVELLANEDA, J.E., “La representación de los inversores por la Plataforma de financiación participativa”, *Crowdfunding: Aspectos Legales*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico, epígrafe VIII.1 [La representación en el proceso de inversión] el cual entiende que “La formalización precisa, pues, de cuatro requisitos: i) un previo mandato o encargo de todos y cada uno de los Inversores a la PFP para que en su nombre celebre, en su caso, cumplidas ciertas condiciones, un contrato de suscripción de participaciones sociales, ii) un previo acuerdo de voluntades entre el Promotor y los Inversores, iii) que la PFP compruebe que el acuerdo de voluntades reúne a un número de Inversores tal que sus respectivas intenciones de inversión permiten alcanzar y/o superar el objetivo cuantitativo de financiación fijado para el proyecto publicado o el 90% de dicho objetivo si así lo hubiera establecido la propia PFP), y iv) que la PFP se asegure de que los requisitos anteriores se han cumplido antes del vencimiento del plazo fijado para la inversión del proyecto. Del primero de esos dos puntos nos hemos ocupado con anterioridad.

En relación al punto i), —el contrato de mandato—, baste decir que la PFP debe recabar un mandato a su favor redactado en unos términos muy claros y concretos: todos y cada uno de los Inversores encargan y mandatan a la PFP para que ésta plasme todos los términos de un acuerdo de voluntades previamente generado en los canales de comunicación habilitados por la propia PFP, en un documento, para luego firmarlo, por medio de su representante, en representación de los Inversores, junto con el representante del Promotor en cuestión. El contrato de mandato será un contrato celebrado en vía electrónica.” *Vid.* también CARRASCO PERERA, A., “Proyecto de ley de fomento”, *cit.*, p.186 quien entiende que “Confirmada el alta, el inversor suscribe un contrato de mandato con la PFP, mediante el que autoriza para que ésta gestione y celebre por nombre y cuenta de aquél los contratos de préstamo que el inversor haya seleccionado”.

suscripción de acciones o participaciones sociales actuando en representación de los inversores. A tal efecto, puede el proveedor de servicios sólo realizar la suscripción y exclusivamente aquellos actos derivados que sean necesarios²³⁸.

Como se ha mencionado anteriormente, la mayoría de la doctrina coincide sin embargo en que la vinculación de los inversores y promotores con la plataforma o proveedor de servicios de financiación participativa se efectúa a través de una figura contractual asimilable a la mediación²³⁹. Se entiende por tanto que la relación entre la plataforma y una o ambas partes de las operaciones de *crowdfunding* se efectúan a través de un contrato de mediación, si bien de carácter asimétrico y hacia una multitud de partes²⁴⁰. Se entiende además que esa naturaleza jurídica no se desvirtúa por la prestación de otros servicios accesorios que puedan prestar los proveedores de servicios de financiación participativa²⁴¹. Coincidimos con la postura mayoritaria de la doctrina ya que no se puede entender que el proveedor de servicios de financiación participativa actúe por cuenta o en nombre de ninguna de ellas. Este, principalmente y sin perjuicio de que pueda prestar, como se ha indicado, otros servicios de carácter accesorio, se limita a poner en contacto las dos partes, a saber, inversores y promotores.

Además de las relaciones contractuales con el proveedor de servicios de financiación participativa se ha de tratar la principal relación jurídica, que se crea entre el

²³⁸ DELGADO LARENA-AVELLANEDA, J.E., “La representación de los inversores”, *cit.*, epígrafe VIII.1 [La representación en el proceso de inversión]

²³⁹ Ver en este sentido SANCHEZ RUIZ, M., “Las normas de conducta de las plataformas”, *cit.*, epígrafe I.2 [El papel de las plataformas de financiación participativa PFP], la cual establece que “La plataforma de financiación participativa, atendiendo a su configuración legal, es el intermediario que «pone en contacto» a inversores y promotores, quedando vinculado con estos, en principio, por sendos contratos asimilables a la figura de la mediación”

²⁴⁰ MACANAS, G., “Calificación y caracteres del contrato”, *cit.*, epígrafe III [Partes en el contrato de mediación con la plataforma], quien entiende que “La estructura básica del crowdfunding parte de tres sujetos característicos²⁷, con distintas vinculaciones contractuales posibles entre los mismos. Por una parte, promotor y aportante mantendrán su propia relación jurídica. Por otra, tal relación habrá sido facilitada por una plataforma, como ejecución de un contrato de mediación que podrá mantener con una o ambas partes del contrato mediado. [...] Sin embargo, la mediación en el ámbito del crowdfunding añade una particularidad más, que le es propia en cuanto a la pluralidad de relaciones involucradas: resulta esencial a esta concreta tipología de mediación el que el negocio mediado se proyecte hacia una multitud de relaciones, y de forma asimétrica.”

²⁴¹ Ver en este sentido LOPEZ ORTEGA, R., “Las plataformas de financiación”, *cit.*, p.173, quien entiende que “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.”

promotor o emisor y el inversor, dada la estabilidad de esta, así como por la potencial adquisición de derechos del inversor en el promotor o emisor²⁴². En el caso de la determinación de la naturaleza jurídica en el *crowdfunding* de inversión, la transacción entre promotores e inversores tiene una naturaleza colaborativa o asociativa aproximándola al ámbito del Derecho de Sociedades²⁴³. Entiende la doctrina que esta relación es precisamente el negocio jurídico principal y en donde los proveedores de servicios de financiación participativas adoptan principalmente el papel de intermediarios entre las partes²⁴⁴. En estos casos, el inversor se convierte en socio del promotor o emisor y adquiere todos los derechos derivados de esta condición, si bien dependiendo de la forma jurídica del promotor-emisor así como de posibles cláusulas estatutarias²⁴⁵.

Conviene mencionar que en general, las relaciones derivadas de las sociedades se articulan en dos tipos de instrumentos los estatutos sociales, los cuales tienen carácter externo y los pactos parasociales, de carácter interno, los cuales sirven para tratar cuestiones no inscribibles en el Registro Mercantil o que sean confidenciales o que solo afecten a parte de los socios y no a la totalidad²⁴⁶. Como indica la doctrina esa posibilidad también existe en el derecho anglosajón a través de los denominados (*shareholders' agreements*)²⁴⁷. Se entiende por pactos parasociales los “acuerdos suscritos entre los socios de la sociedad (siendo en ocasiones también suscritos por la propia sociedad) de naturaleza interna, extraestatutaria y parasocial, relativos al funcionamiento

²⁴² En el mismo sentido, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 3., 2. [Crowdfunding de inversión: Concepto y relevancia práctica].

²⁴³ ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 2., 5. [Crowdfunding de inversión].

²⁴⁴ *Vid.* entre otros, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 1., 2.3. [Operación con tres participantes].

²⁴⁵ *Vid.* ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 3., 3.2. [Investment-based crowdfunding].

²⁴⁶ En este sentido entre otros SERRANO ACITORES, A., “Los pactos parasociales en el contexto”, *cit.*, epígrafe I [Introducción] el cual entiende que “En este sentido, es por todos sabido que las relaciones entre los socios entre sí, y entre los socios y la propia sociedad se articulan, principalmente, a través de dos instrumentos: uno de naturaleza externa (los estatutos sociales) y otro de naturaleza interna (el contrato de socios o pacto parasocial). Así, el pacto parasocial posibilita a los socios pactar cuestiones al margen de los estatutos sociales, bien porque los pactos no sean inscribibles en el Registro Mercantil, bien por otros motivos tales como (i) que dichos pactos solo vinculen a parte de los socios y no a todos o (ii) por motivos de seguridad y confidencialidad.”

²⁴⁷ En este sentido entre otros SERRANO ACITORES, A., “Los pactos parasociales en el contexto”, *cit.*, epígrafe IV.1 [Pactos Parasociales]

de la misma o a la composición de su capital.”²⁴⁸ Se distinguen además los pactos parasociales entre los socios o entre estos y la sociedad²⁴⁹.

Otro aspecto interesante debido al impacto de estas en el régimen jurídico son las opciones existentes en cuanto al destino de las aportaciones según se alcance o no el objetivo de financiación. En aquellos casos en que se supedita la aportación a alcanzar un determinado objetivo, se configura esta por tanto como condición suspensiva, con el consiguiente impacto en las obligaciones derivadas de sistemas de pagos y transferencias entre otros²⁵⁰. En ese caso se ha entendido que de existir tal condición se produce un aplazamiento de los efectos a un momento posterior, si bien hasta este, los proveedores de servicios de financiación participativa vienen “obligad[os] a la custodia de los fondos aportados por los inversores”²⁵¹. Aspecto esencial asimismo es el destino de la financiación recibida al proyecto descrito en la campaña de *crowdfunding* y en los términos de esta como parte del contenido contractual entre los inversores y el promotor²⁵². Si bien como acertadamente destaca un sector doctrinal, no está claro este aspecto sea tan relevante, en el caso de las modalidades de *crowdfunding* financiero por comparación con el interés de los inversores de obtener un rendimiento económico de la inversión²⁵³.

En cuanto a los estatutos interesante resulta el mandato establecido en la Disposición final duodécima de la Ley 28/2022 para la aprobación de estatutos tipo adaptados a las necesidades de las empresas emergentes.²⁵⁴ Este mandato podría

²⁴⁸ En este sentido entre otros SERRANO ACITORES, A., “Los pactos parasociales en el contexto”, *cit.*, epígrafe IV.1 [Pactos Parasociales]

²⁴⁹ En este sentido entre otros En este sentido entre otros SERRANO ACITORES, A., “Los pactos parasociales en el contexto”, *cit.*, epígrafe IV.1 [Naturaleza jurídica y clases], “Sea como fuere, podemos resaltar una primera clasificación que diferencia entre (i) los pactos parasociales complementarios al contrato social, que tienen por objeto fijar obligaciones de los socios firmantes frente a la sociedad (por ejemplo, obligándose a suscribir una ampliación de capital), y (ii) los acuerdos de socios colaterales al contrato de sociedad, cuyo fin no es otro que obligar al socio frente a los demás socios firmantes del pacto parasocial a un ejercicio vinculado de los derechos que se derivan del contrato social (siendo el ejemplo más frecuente la sindicación de acciones a efectos de voto en junta general de socios).”

²⁵⁰ ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 1., 3.1 [Importe mínimo de las contribuciones].

²⁵¹ Ver en este sentido LOPEZ ORTEGA, R., “Las plataformas de financiación”, *cit.*, p. 177.

²⁵² ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 1., 3.2 [Utilización de los fondos obtenidos].

²⁵³ Ver en este sentido ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 1., 3.2 [Utilización de los fondos obtenidos].

²⁵⁴ Disposición final duodécima de la Ley 28/2022, de 21 de diciembre, de fomento del ecosistema de las empresas emergentes, la cual establece que “El Gobierno aprobará por real decreto, en el plazo de tres meses desde la entrada en vigor de esta ley, diferentes modelos de estatutos tipo, que se incorporarán a las

aprovechar para que en los estatutos tipos que se propongan tenga en consideración los supuestos de *equity crowdfunding*, de manera que el clausulado de estos se adapte o facilite la participación y el ejercicio de los derechos de los inversores a través de la financiación participativa.

escrituras públicas de constitución, adaptados ambos a las necesidades de las empresas emergentes reguladas por esta ley.”

CAPITULO SEGUNDO. REGIMEN JURIDICO DEL EQUITY CROWDFUNDING EN ESTADOS UNIDOS Y ESPAÑA.

I. EL EQUITY CROWDFUNDING EN EL DERECHO ESTADOUNIDENSE

1. Antecedentes de la *JOBS Act*

Conviene aclarar a efectos de la exposición del presente trabajo que el Código de los Estados Unidos (*U.S. Code* en adelante) es una recopilación de las leyes aprobadas mientras que el Código de Regulaciones Federales (CFR en adelante) es una colección de regulaciones adoptadas por agencias federales.

En primer lugar, antes de entrar en un análisis más detallado, conviene destacar el régimen federal propio de los Estados Unidos. En el caso de Estados Unidos, el carácter federal de la regulación de los asuntos derivados del comercio procede de la denominada *Interstate Commerce Clause*. Esta se encuentra contenida en el artículo 1, sección 8, cláusula 3 de la Constitución de los Estados Unidos. Tal cláusula establece que el Congreso tendrá la potestad para regular el comercio con las naciones extranjeras, entre los diferentes estados y con las tribus indias. La última cláusula de tal sección incluye, además, la habilitación al congreso para legislar en las citadas áreas²⁵⁵.

En este sentido, la legislación relativa a las *securities* tiene por base precisamente la cláusula constitucional sobre el comercio²⁵⁶. Los mercados de capitales, la formación de capital y las actividades relacionadas se encuentran reguladas tanto por legislación a nivel federal como a nivel estatal. Parte de esta regulación federal data de los años 30, después del crack del 29, y ha sido posteriormente objeto de diferentes enmiendas para adaptarse a los marcos legislativos y a sus desarrollos²⁵⁷. La regulación de la *Securities*

²⁵⁵ La Constitución de los Estados Unidos, en el artículo 1, sección 8, cláusula 3 habilita al Congreso para lo siguiente: “*To make all laws which shall be necessary and proper for carrying into execution the foregoing powers, and all other powers vested by this Constitution in the government of the United States, or in any department or officer thereof.*”

²⁵⁶ Legal Information Institute Cornell Law School, “Securities Law history”, Recurso electrónico, disponible en https://www.law.cornell.edu/wex/securities_law_history , , fecha de última consulta el 23 de julio de 2023.

²⁵⁷ Practical Law Corporate & Securities , “US Securities Laws: Overview”, Practice Note Overview 3-383-6798, Thomson Reuters, Recurso electrónico, fecha de última consulta 24 de febrero de 2020, epígrafe [Parte introductoria].

Act del año 1933 es la regulación federal de los mercados de valores estadounidenses y fue promulgada en este contexto. La premisa fundamental sobre la que se basa la *Securities Act*, es “la consideración de que los inversores son capaces de evaluar los méritos y analizar la propuesta de la oferta de valores siempre que se les provea con información que sea completa y verdadera con relación al emisor, a los valores y a la oferta en sí”²⁵⁸. Una de las principales disposiciones que se establecen en esta ley se encuentra contenida en la sección quinta.

Esta requiere a los emisores que registren cualquier oferta o venta de sus valores y solo pueden obviar este requerimiento cuando exista una específica excepción que se aplique al caso concreto. De lo contrario, una oferta sin registro ante la SEC no puede realizarse²⁵⁹. En el caso estadounidense se requiere, conforme a la *Securities Act*, que se registren las ofertas de valores, a menos que medie una excepción²⁶⁰. Se verá por tanto que la regulación del *crowdfunding* se ha configurado como una de tales excepciones. La regulación de la *Jumpstart Our Business Startups (JOBS Act)*, que fue la encargada precisamente de introducir la figura del *crowdfunding*, data de 2012, si bien los esfuerzos encaminados a hacerla posible empezaron antes.

Había surgido ya con anterioridad la preocupación de que la mayoría de las sociedades o empresas por debajo de cierto tamaño no pueden, realmente y de una manera práctica, realizar ofertas públicas de nuevos valores debido a la imposibilidad o enorme dificultad para cumplir con todos los requisitos exigidos por la legislación estadounidense de la *Securities Act*. Resulta interesante señalar que en la audiencia sobre *Crowdfunding: Connecting Investors And Job Creators* ante el *Subcommittee On TARP, Financial Services, And Bailouts Of Public And Private Programs Of The Committee On Oversight And Government Reform*, de la *House of Representatives* se hacía referencia a cómo el *crowdfunding* empoderaría a los ciudadanos para que invirtiesen capital semilla o inicial en emprendedores e innovadores americanos²⁶¹. En las discusiones sobre el *crowdfunding*

²⁵⁸ Practical Law Corporate & Securities, “US Securities Laws”, *cit.*, epígrafe [Securities Act].

²⁵⁹ Practical Law Corporate & Securities, “US Securities Laws”, *cit.*, epígrafe [Registration Statement].

²⁶⁰ En este sentido entre otros TAPIA FRADE, A.D., “La regulación del equity crowdfunding”, *cit.*, epígrafe parte I.II [La Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act (h.r. 3606): proceso legislativo y referencia al crowdfunding].

²⁶¹ U.S. Congress. House of Representatives. Committee on Oversight and Government Reform. Subcommittee on TARP, Financial Services, and Bailouts of Public and Private Programs (2012), “Crowdfunding: Connecting Investors And Job Creators : Hearing Before The Subcommittee On TARP, Financial Services, And Bailouts Of Public And Private Programs Of The Committee On Oversight And Government Reform”, House Of Representatives, One Hundred Twelfth Congress, First Session,

era ya evidente cómo el legislador estadounidense era plenamente consciente de los riesgos y el necesario equilibrio que era preciso encontrar. Se debe destacar en este sentido, cómo alguna de las intervenciones claramente apuntaba ya cuáles serían los problemas más acuciantes de la regulación del *crowdfunding*, como el necesario equilibrio entre la protección de los inversores y la captación de capital, los problemas de una exención de registro y menor información, las posibles pérdidas derivadas de la inversión y la necesidad de comprensión de los riesgos²⁶². Se ha destacado de hecho de manera muy gráfica por algún autor el difícil equilibrio entre dos importantes intereses de la regulación, siendo estos la protección de los inversores y, por otro lado, facilitar la financiación o captación de capitales, definiendo ese difícil equilibrio como un ejercicio de “funambulismo”²⁶³.

Los trabajos iniciales en el Congreso para eximir al *crowdfunding* de los requisitos de registro comenzaron en 2011 cuando el congresista Patrick McHenry, representante republicano de Carolina del Norte, presentó la "*Entrepreneur Access to Capital Act*" el 14 de septiembre de 2011 (*House of Representatives* 20 HR 2930)²⁶⁴. Esta propuesta proporcionaba una exención de registro para ofertas de no más de \$5 millones durante cualquier período de doce meses, no distinguía entre inversores acreditados y no acreditados, y limitó las inversiones de capital en cada oferta a menos de \$10.000 o 10% del ingreso anual de un inversor, a verificar mediante “certificaciones proporcionadas por inversores”, siendo adoptada por la *House of Representatives*, aunque con sustanciales

September 15, 2011. Washington : U.S. G.P.O. disponible en <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-112hrg73612/html/CHRG-112hrg73612.htm>, fecha de última consulta el 16 de julio de 2023, donde Mr. McHenry expuso que “So this makes sense, if crowdfunding can finance a candidate's campaign and really show a matter of grassroots support for what you are trying to achieve, if it could make a difference there, then certainly under the Securities and Exchange Commission we should be able to permit crowdfunding to empower citizens to invest seed money for American entrepreneurs and innovators”.

²⁶² U.S. Congress. House of Representatives. Committee on Oversight and Government Reform. Subcommittee on TARP, Financial Services, and Bailouts of Public and Private Programs (2012) “Crowdfunding: Connecting Investors”, *cit.*, donde Mr. Quigley expuso que “Exempting securities from these registration and disclosure requirements is a decision that cannot be taken lightly. The key is finding the balance between the two objectives of capital formation and investor protection. Crowdfunding might also expose ordinary investors to a level of risk that is unacceptable when not accompanied by standard registration and disclosure. The reality is that many of these startups will fail and cause the investor to lose his or her entire investment. We have to be careful to ensure that investors fully understand the risk of investing in these financial products”.

²⁶³ TAPIA FRADE, A.D., “La regulación del equity crowdfunding”, *cit.*, epígrafe I [Marco Contextual].

²⁶⁴ House of Representatives 20 HR 2930, “Entrepreneur Access to Capital Act”, disponible en <https://www.govinfo.gov/content/pkg/BILLS-112hr2930ih/pdf/BILLS-112hr2930ih.pdf>, fecha de último acceso 23 de julio de 2023.

enmiendas, el 3 de noviembre de 2011²⁶⁵. Debido a las preocupaciones que surgieron sobre el riesgo de fraude y de pérdidas por parte de inversores no sofisticados se propuso en el Senado la legislación S. 1970, "*Capital Raising On-Line While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2011*" de diciembre de 2011, por parte del senador Merkley y copatrocinada con Senadores Landrieu, Gillibrand y Bennet, la cual incluía mayores restricciones en cuanto a la obtención de financiación y a las posibles inversiones²⁶⁶.

Finalmente, se propuso la legislación que acabó fructificando en la *JOBS Act*. El 13 de marzo de 2012, se presentó en el Senado, el proyecto S. 2190, ("Ley CROWDFUND") como una enmienda a la *JOBS Act*, la cual incluía una serie de disposiciones diseñadas para proteger a los inversores tales como el requisito de que los portales de Internet se registraran tanto en la SEC como en una organización autorreguladora que les fuera de aplicación, y que debieran proporcionar información sobre los riesgos de la inversión y tomar medidas para prevenir el fraude²⁶⁷.

Se ha entendido que el Congreso permitió de este modo que las pequeñas empresas recaudaran capital en Internet de potencialmente miles de inversores sin pasar por el proceso de registro ante la SEC, y que la *JOBS Act* otorgó a los "estadounidenses comunes" la capacidad de invertir en emprendedores y campañas en los que creen, y así obtener rendimientos económicos de su apoyo, ya que la intención de la exención era el estímulo del espíritu empresarial y la democratización en la identificación de empresas con perspectivas prometedoras, dando al público acceso a los beneficios generados por los empresarios²⁶⁸. Sin embargo, y para la protección de los inversores, se establecieron también restricciones y condiciones, limitando el fácil uso del mecanismo de *crowdfunding*²⁶⁹. Se entiende en este sentido que si bien la exención permite aumentar el

²⁶⁵ SMITH, L.A., "Crowdfunding and Using", *cit.*, p.129-130.

²⁶⁶ SMITH, L.A., "Crowdfunding and Using", *cit.*, p. 131, Como se indica en texto, el 1 de diciembre de 2011 se presentó en este caso en el Senado, el proyecto de ley relativo al crowdfunding S. 1970, denominado "Recaudación de capital en línea al tiempo que se evita el fraude y la Ley de no divulgación no ética de 2011" mencionado anteriormente. Teniendo en cuenta las preocupaciones expresadas con relación a los inversores no sofisticados, los límites que se introdujeron a las inversiones fueron sustancialmente más restrictivos, ya que se limitaron las inversiones anuales en todas las empresas de crowdfunding a 1) \$ 500 para los inversores con ingresos inferiores a \$50.000, 2) 1% para aquellos con ingresos inferiores a \$ 100.000 y 3) 2% para aquellos con ingresos superiores a \$ 100.000.

²⁶⁷ SMITH, L.A., "Crowdfunding and Using", *cit.*, p.131-132.

²⁶⁸ BELL, T., "Weakness in Numbers: The Risks Investors' Bounded Rationality and Cognitive Biases Pose to the U.S. Securities Crowdfunding Market", *Georgetown Law Journal*, 108 Geo. L.J. 175, (2019), pp. 175-201, p. 177.

²⁶⁹ BERKELEY, A.J., "Regulation D Offerings", *cit.*, recurso electrónico.

acceso de los empresarios al capital y la oportunidad de que ciudadanos medios accedan al éxito de estas empresas lo cierto es que se trata de inversiones arriesgadas y con las dificultades aparejadas en su evaluación²⁷⁰. Debido a las dudas que suscitaba esta exención con relación a la posibilidad de que la “sabiduría de la multitud” (*the wisdom of the crowd*) realmente no proporcionara más información para poder efectuar decisiones mejor informadas, se optó por la imposición de límites de inversión a los inversores²⁷¹. Sin embargo, otros estudios citados por la doctrina sí que entendían que “la suma de muchos juicios de diversas personas interesadas por un determinado producto puede ser igual o más acertada que la de varios expertos”²⁷².

Se ha analizado por la doctrina por qué la regulación existente antes de la promulgación de la *JOBS Act* no hubiera permitido la existencia del *crowdfunding*. La regulación de la sección 5 de la *Securities Act*, que es la que prevé la regulación base o general, establece la necesidad de que las ofertas de valores sean registradas ante la SEC, si bien este proceso de registro requiere la aportación de abundante información, debiendo estas ser aprobadas a menos que una exención resulte aplicable. Dentro de las exenciones disponibles distintas del “*crowdfunding*” se puede destacar la *Regulation A*, derivada de la sección 3 d) de la *Securities Act*, que exceptúa de la necesidad de registro a aquellas ofertas de menos de 5 millones de dólares, si bien requiere la aportación de cuantiosa información lo cual dificulta el uso de esta en el ámbito de *crowdfunding*. Aducen, asimismo, la *Regulation D* como otra de las excepciones a través de la Regla 506 que crea la exención en relación a transacciones que no conlleve una oferta pública y limita el número de inversores no acreditados a 35, si bien de estas limitaciones surge la dificultad de que la exención se aplique a los supuestos de *crowdfunding*, ya que las ofertas son de carácter público a través de internet por lo que, como determina cierto sector doctrinal, sería virtualmente imposible aplicar esta excepción al *crowdfunding*²⁷³.

De hecho, las dificultades principales de carácter normativo que se presentaban para la regulación del *crowdfunding*, eran derivadas de la sección 230.502 (c) de la

²⁷⁰ BELL, T., “Weakness in Number”, *cit.*, p. 177.

²⁷¹ BELL, T., “Weakness in Number”, *cit.*, p. 177.

²⁷² ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El “Equity Crowdfunding” o financiación en masa”, *cit.*, p.23, en referencia al estudio de James Surowiecki “The Wisdom of Crowds: Why the Many Are Smarter Than the Few and How Collective Wisdom Shapes Business, Economies, Societies and Nations.”

²⁷³ BROMBERG, A.R., LOWENFELS, L.D., and SULLIVAN, M.J. “Direct-Personal Dealing”, *cit.*, epigrafe [13:214. Reasons that the Pre-*JOBS Act* legal landscape would not have permitted crowdfunding]

Regulation D, (17 C.F.R. § 230.502 (c)), ya que la SEC requiere que una empresa de nueva creación deba pasar por el complicado proceso de oferta pública inicial (OPI) si tiene la intención de vender más de \$1 millón en valores por "solicitud general o publicidad general", es decir cualquier medio de comunicación masiva, incluyendo Internet. Además de las mencionadas dificultades, aunque las ofertas fueran de menos de \$1 millón y estuvieran exentas de este requisito, las leyes de valores estatales (*blue sky laws*) de la mayoría de los estados contenían restricciones adicionales a estas pequeñas ofertas²⁷⁴. Otra de las dificultades para el desarrollo del *crowdfunding* con anterioridad a la *JOBS Act* era, precisamente, la regulación de las propias plataformas. Antes de la *JOBS Act*, las mismas debían ser registradas como intermediarios (*brokers*). Estos se definen en la sección 3 (a)(4) de la *Securities Act* de 1933 (codificada en 15 U.S.C.A. § 78c(a)(4)) como las personas dedicadas al negocio de efectuar transacciones en valores por cuenta de otros, definición esta que, de no indicarse lo contrario, se entendería aplicable a los gestores de plataformas de *crowdfunding*²⁷⁵.

2. Regulación

2.1 *JOBS Act*

El *crowdfunding* como mecanismo de financiación, se encuentra bajo la jurisdicción tanto de las leyes federales como estatales de los Estados Unidos sobre regulación de títulos valores²⁷⁶. La regulación de los mercados de valores se encuentra contenida en el marco estadounidense, principalmente, en la *Securities Act* de 1933 complementada con otras como la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010, la *Sarbanes-Oxley Act* de 2002, la *Investment Advisers Act* de

²⁷⁴ ENNICO, C.R., *Closely Held Corporations: Forms and Checklists*, April 2020 Update, Recurso electrónico, fecha de última consulta el 26 de abril de 2020, epígrafe 12:1.50. [Crowdfunding and the new federal J.O.B.S. Act]

²⁷⁵ BROMBERG, A.R., LOWENFELS, L.D., and SULLIVAN, M.J. "Direct-Personal Dealing", *cit.*, epígrafe [13:214. Reasons that the Pre-*JOBS Act* legal landscape would not have permitted crowdfunding]

²⁷⁶ Practical Law Corporate & Securities, "*JOBS Act: Crowdfunding Summary*", Recurso electrónico, Thomson Reuters, fecha de última consulta el 20 de febrero de 2020, epígrafe [What is Crowdfunding?]

1940, la *Investment Company Act* de 1940, la *Trust Indenture Act* de 1939 y la *Securities Exchange Act* de 1934²⁷⁷.

Por su parte, la regulación del *crowdfunding* tiene como base, principalmente, la *Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act* aprobada por el congreso y firmada por el presidente Obama en 2012²⁷⁸. La regulación del *crowdfunding* en Estados Unidos viene establecida en el Título III de la *Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act* de 2012, la cual se complementa a su vez con el Código de Regulación Federal de los Estados Unidos (CFR), que contiene en el título 17, capítulo segundo, sección 227, la regulación del *crowdfunding*, propuesta por la SEC. Fueron adoptadas el 30 de octubre de 2015 y están en vigor desde el 16 de mayo de 2016²⁷⁹.

Como ya se ha ido apuntando, uno de los objetivos de la *JOBS Act* era la enmienda de la *Securities Act* al efecto de poder establecer una nueva exención al registro en la SEC de la emisión de valores. La finalidad pretendida era que, a través de esta exención, se permitiera obtener capital de un elevado número de personas, pero tratándose de cantidades pequeñas y utilizando para ello las plataformas en internet, siempre que se cumplieran determinados requisitos establecidos al efecto. El objetivo de la legislación era también la reducción de la carga burocrática que implica la emisión de títulos valores con carácter general, y al establecer la exención se ha permitido por tanto reducir parte de las formalidades necesarias para la emisión y adquisición por parte de los inversores de ciertos títulos valores²⁸⁰.

Además, el Código de Regulación Federal de los Estados Unidos (CFR) contiene en su título 17 la regulación sobre las transmisiones de mercancías y valores (*Commodity and Securities Exchanges*)²⁸¹. Tal título se encuentra a su vez integrado por tres capítulos, el primero sobre la Comisión de Comercio de Futuros sobre materias primas, el segundo sobre la Comisión de valores (*Securities Exchange Commission o SEC*) y el tercero sobre

²⁷⁷ Practical Law Corporate & Securities, “US Securities Laws”, *cit.*, epígrafe [Principal US Securities laws].

²⁷⁸ Practical Law Corporate & Securities, “*JOBS Act: Crowdfunding*”, *cit.*, epígrafe [Parte introductoria].

²⁷⁹ PASTOR NÚÑEZ DE CASTRO, E., (2020), “Análisis de los límites de inversión y mecanismos de protección del inversor en el crowdfunding: una perspectiva comparada entre Estados unidos y España”, *Derecho de Sociedades: Los Derechos del Socio*, Dir. González Fernández, M.B. y Cohen Benchetrit, A., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, Recurso electrónico, p. 1225-1244, p.1226.

²⁸⁰ Practical Law Corporate & Securities, “*JOBS Act: Crowdfunding*”, *cit.*, Epígrafe [Parte introductoria].

²⁸¹ Título 17 del CFR.

el departamento del tesoro²⁸². El *crowdfunding*, así como sus reglas y regulaciones, se encuentra regulado en la parte 227 del citado capítulo segundo. A su vez, la parte 227 se encuentra dividida en 5 subapartados que contienen (sub-parte A) disposiciones generales, (sub-parte B) los requisitos exigidos a los emisores, (sub-parte C) los requisitos para los intermediarios, (sub-parte D) regulación de las plataformas de financiación participativa (*funding portals*) y (sub-parte E) otras disposiciones complementarias²⁸³.

Aunque la *JOBS Act* estableció la exención que permitía el *crowdfunding*, la misma requería aún de cierto desarrollo normativo para poder hacerla efectiva e implementarse. La *JOBS Act* encomendaba a la SEC la promulgación de las normas necesarias para la implementación de la *JOBS Act*²⁸⁴. Por ello, la SEC propuso el conjunto de regulaciones y formularios de implementación y desarrollo a nivel legislativo de las disposiciones contenidas en la *JOBS Act*²⁸⁵. La SEC, además, declaró claramente como ilegal, bajo la regulación federal, cualquier tipo de oferta o venta de títulos valores basada en la exención de *crowdfunding* si la misma se producía antes de que la SEC adoptara las regulaciones o reglas finales²⁸⁶.

No se debe olvidar, además, en el caso del *crowdfunding* la peculiaridad derivada de la organización federal de los Estados Unidos. Ello viene a colación por el hecho de que en la regulación de los títulos valores incide, asimismo, como ya se ha mencionado, la existencia de las denominadas *Blue Sky Laws*, que son las regulaciones estatales (de cada uno de los 50 estados que conforman la Unión) que regulan la supervisión y regulación de las ofertas y ventas de los títulos valores. De entre estos, hay algunos que han procedido a regular la exención de *crowdfunding* a nivel estatal. Uno de los primeros en realizarlo fue el estado de Delaware, conocido por sus regulaciones pro-corporaciones, el cual estableció la regulación relativa a la exención de *crowdfunding* el 11 de julio de 2016, efectiva desde el 8 de noviembre de 2016²⁸⁷. En el caso de que las *Blue Sky Laws*

²⁸² Título 17 del CFR.

²⁸³ Capítulo II del Título 17 del CFR.

²⁸⁴ En este sentido entre otros TAPIA FRADE, A.D., “La regulación del equity crowdfunding”, *cit.*, epígrafe parte 1.II [La Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act (h.r. 3606): proceso legislativo y referencia al crowdfunding].

²⁸⁵ Practical Law Corporate & Securities, “*JOBS Act: Crowdfunding*”, *cit.*, epígrafe [Parte introductoria]

²⁸⁶ Practical Law Corporate & Securities, “*JOBS Act: Crowdfunding*”, *cit.*, epígrafe [What is crowdfunding?]

²⁸⁷ Practical Law Corporate & Securities, “Intrastate Crowdfunding Laws: Delaware”, Practical Law State Q&A w-007-3508, 02 Sep 2019, Thomson Reuters, Recurso electrónico, fecha de última consulta el 23 de febrero de 2020, epígrafe [State Crowdfunding Statute]

se apliquen, los requisitos establecidos a nivel estatal han de cumplirse junto con los requisitos establecidos por las leyes federales de valores²⁸⁸. Generalmente las *Blue Sky Laws* tienen 3 tipos de disposiciones 1) las relativas a evitar los fraudes, 2) las que requieren el registro o licencia de ciertas personas que realizan negocios con valores y 3) las que requieren el registro o calificación de valores²⁸⁹. Se ha entendido por la doctrina que la *JOBS Act* anula expresamente las leyes de valores estatales (*blue sky laws*) anteriores en relación con las ofertas bajo las disposiciones de *crowdfunding* de la ley²⁹⁰. El análisis pormenorizado de las *Blue Sky Laws* queda excluido del presente estudio.

Otra de las leyes esenciales en el marco regulatorio americano, si bien no con una incidencia directa en el caso del *crowdfunding* pero que posiblemente ha influido en su enfoque legislativo y en las medidas de protección, es la ley *Sarbanes-Oxley*, adoptada en el año 2002 tras la existencia de diversos escándalos corporativos (p.ej. Enron) que afectaron negativamente la confianza del público y la imagen de las grandes corporaciones. La misma tenía por objeto mejorar la responsabilidad corporativa de las empresas, la información financiera disponible de estas e intentar atajar los casos de contabilidad fraudulenta, y para ello, incluyó disposiciones relativas a certificaciones sobre los informes periódicos de las compañías por sus principales ejecutivos como el CEO y CFO, la prohibición de realizar préstamos personales de una compañía a sus ejecutivos, el control de la información financiera (*financial reporting*), y la rotación obligatoria de los auditores cada cinco años entre otras medidas de prevención y reforzamiento de la responsabilidad y gestión corporativa²⁹¹.

Entre otras leyes relevantes con potencial incidencia en el ámbito de aplicación de la regulación del *crowdfunding*, cabe destacar la *Trust Indenture Act* de 1939 (*TIA*). Esta norma regula los valores que representan deuda y que son ofrecidos para la inversión del público, tales como los *bonds, debentures and notes*. Son tipos de valores representativos de deuda, que no pueden ser ofertados al público a menos que se realice un contrato o acuerdo de emisión de deuda (*indenture* por su denominación en inglés)

²⁸⁸ Practical Law Corporate & Securities, “US Securities Laws”, *cit.*, epígrafe [States Securities Regulation].

²⁸⁹ Practical Law Corporate & Securities, “US Securities Laws”, *cit.*, epígrafe [States Securities Regulation].

²⁹⁰ ENNICO, C.R., *Closely Held Corporations*, *cit.*, epígrafe 12:1.50. [Crowdfunding and the new federal J.O.B.S. Act]

²⁹¹ Practical Law Corporate & Securities, “US Securities Laws”, *cit.*, epígrafe [Other Federal Statutes: Sarbanes-Oxley]

que cumpla los requisitos establecidos por la TIA, así como la designación de un *indenture trustee* para proteger los derechos de los tenedores, figura esta que se podría asemejar en cierta medida a la figura española de los sindicatos de obligacionistas²⁹².

Conviene también mencionar, para dar una visión de conjunto de la legislación existente, la *Investment Company Act* de 1940 (ICA) o ley de empresas de inversiones, que establece la regulación de las compañías que tienen por objeto principal la inversión y venta de valores de otras compañías y que, a su vez, ofrecen sus propios valores para inversión del público, incluyendo también su versión de *mutual fund*, o fondos de inversiones. Como requisito para las mismas se establece la necesidad de su registro con la SEC y bajo la ICA, además de tener que proceder al registro de sus participaciones o/y valores de acuerdo con la *Securities Act*, aunque solo a nivel formal ya que la SEC no entra a valorar o analizar las decisiones de inversión de estas²⁹³.

La *Investment Advisers Act* de 1940 (IAA) establece la regulación de aquellos individuos que reciben compensación por aconsejar en la inversión, compra y venta de valores, requiriendo que los mismos se registren con la SEC y cumplan determinadas disposiciones encaminadas a la protección de los inversores²⁹⁴. Asimismo, ha de tenerse en consideración las advertencias de la *Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)*, una agencia sin ánimo de lucro autorizada por el Congreso para la protección de los inversores, que posteriormente se analizará.

Cabe matizar, finalmente, que, aunque la atención se ha centrado aquí principalmente en la *JOBS Act*, gran parte de los avances para facilitar la financiación de determinados proyectos empresariales innovadores o emergentes se han realizado en el sistema estadounidense bajo la regla 506, que es parte de las reglas y regulaciones generales adoptadas por la SEC bajo la *Securities Act* de 1933. Se encuentra codificada en el Título 17, Capítulo II, parte 230 del Código de Regulaciones Federales, que articula dos excepciones: la primera, contenida en el apartado b), establece que un emisor puede emitir valores para su adquisición por hasta 35 inversores no acreditados, pero no puede utilizar “*general solicitation*” u oferta pública al hacerlo; la segunda es la regla 505, que

²⁹² Practical Law Corporate & Securities, “US Securities Laws”, *cit.*, epígrafe [Trust Indenture Act.]

²⁹³ Practical Law Corporate & Securities, “US Securities Laws”, *cit.*, epígrafe [Investment Company Act.]

²⁹⁴ Practical Law Corporate & Securities, “US Securities Laws”, *cit.*, epígrafe [Investment Advisers Act.]

determina que sí se puede realizar una oferta general pero no se puede ofrecer los valores a inversores no acreditados²⁹⁵.

2.2 *Securities Act of 1933* y análisis de la exención

La *Securities Act* de 1933 se encuentra codificada en el título 15 capítulo 2^a subcapítulo I sección 77 del *U.S. Code*. La citada sección establece los requisitos relativos a la emisión de valores y es en su apartado 77d donde se introdujo la enmienda necesaria para que se permitiera, como exención al régimen ordinario, la oferta y suscripción de valores a través de *crowdfunding*. Tal apartado (77d) establece que las disposiciones del apartado 77e (que regula la obligación general de registro de las emisiones de valores) no se aplicarán a ciertas transacciones, entre las que se refieren las instrumentadas como *crowdfunding*. La sección 77d (a)(6) se refiere a las transacciones que conlleven la venta u oferta de valores por un emisor (incluyendo todas las entidades controladas por o bajo control común con el emisor), siempre y cuando se cumplan determinados requisitos mencionados a continuación, y que se desarrollarán con detalle en otros epígrafes.

El apartado 77d (a)(6)(A) establece un límite absoluto con relación al conjunto de inversores, ya que establece que la cantidad agregada ofrecida o vendida *a todos los inversores* por el emisor, incluyendo cualquier cantidad vendida conforme a la exención proporcionada en este párrafo durante el periodo de los 12 meses precedentes a la fecha de tal transacción, no debe exceder de 1 millón de dólares. Continúa el apartado (B) con el establecimiento de un límite relativo, referido a los inversores a nivel individual, al requerir que la cantidad agregada vendida a cualquier inversor por un emisor, incluyendo cualquier cantidad vendida por aplicación de la exención proporcionada en ese párrafo durante un periodo de 12 meses precedentes a la fecha de la transacción, no exceda dos límites: por un lado, la cantidad mayor de 2.000 dólares o bien el 5 por ciento de los ingresos anuales o del valor neto de tal inversor, según corresponda, si el ingreso anual o el valor neto del inversor es menor a \$ 100.000; y por el otro lado, el 10 por ciento de los

²⁹⁵ ROYSE, R., “Crowdfunding”, California CPA - Vol. 83 Núm. 5, noviembre, 2014, Recurso electrónico, disponible en <http://vlex.com/vid/crowdfunding-636441309>, fecha de última consulta el 15 octubre 2018, epígrafe [Funding Portals Under Rule 506], quien entiende que “Broadly, under Rule 506(b) an issuer can issue securities to up to 35 non-accredited investors but cannot use general solicitation in doing so. Conversely, under Rule 506(c) (sic) an issuer may conduct general solicitation, but it cannot issue securities to any nonaccredited investors.”

ingresos anuales o del valor neto de tal inversor, según corresponda, sin exceder una cantidad agregada máxima vendida de 10.000 dólares, si los ingresos anuales o el valor neto del inversor es igual o mayor de 100.000 dólares. Los apartados (C) y D) establecen por su parte los sujetos que podrán intervenir en este tipo de operaciones y requieren respectivamente que la transacción se efectúe a través de un *broker* o un portal de financiación que cumpla con los requisitos de la sección 77d-1(a) de este título y que el emisor cumpla con los requisitos de la sección 77d-1(b)²⁹⁶. Es importante mencionar que las cantidades referidas han sido objeto de diversas actualizaciones, que posteriormente se analizarán.

En cuanto a las *blue sky laws*, los requisitos de registro de estas leyes estatales para ofertas públicas no tienen prioridad a menos que el emisor de los valores tenga su centro principal de negocios en el estado o más del cincuenta por ciento de los ingresos de la oferta de *crowdfunding* son comprados por residentes del estado²⁹⁷.

Para dar un contexto adecuado de la excepción de *crowdfunding* se debe proceder también a un somero análisis y mención de las otras excepciones disponibles al requisito de registro ante la Comisión de Bolsa y Valores (SEC). La disposición general que permite tales excepciones se encuentra en la Sección 3 (b) de la *Securities Act* de 1933, donde se establece que la SEC puede eximir las emisiones que no excedan los \$5 millones y en las que la SEC aprecie que el registro federal no es de interés público. En este sentido conviene analizar, en primer lugar, la *Regulation A*. La *Regulation A*, como excepción al requisito de registro, siempre y cuando la oferta pública fuera inferior a \$100.000 (cantidad que fue aumentada hasta los 5 millones en 1992), y siempre que presentara una declaración de oferta ante la SEC, proporcionara una circular de oferta a los inversores y se registrara con los estados, fue establecida en 1936. Las ventajas de esta excepción venían determinadas por el hecho de que los valores vendidos de conformidad con la exención eran libremente negociables posteriormente, no había calificaciones mínimas de inversores ni tampoco límites máximos de compra. No obstante, debido a la complejidad derivada de la misma, los profesionales financieros y las compañías preferían ofrecer valores utilizando la Regla 506 de la *Regulation D*, en lugar de la

²⁹⁶ Section 77d(6) del Título 15 U.S. Code.

²⁹⁷ HAZEN, T., “Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned on Meaningful Disclosure”, *North Carolina Law Review*, p.1735-1770, *cit.*, p.1756-57.

Regulation A. En el caso de la Regla 506, un emisor puede ofrecer acciones en una cantidad ilimitada, sin revisión de la SEC y no existen requisitos de registro del estado, siendo la única limitación que un emisor puede ofrecer acciones solo a inversores acreditados y, como máximo, 35 inversores no acreditados. Debido al poco uso y funcionalidad de la excepción establecida a través de la *Regulation A*, se intentó modificarla para hacerla más efectiva a través de la enmienda establecida con la *JOBS Act* mediante la que se elevó la cantidad máxima de valores que un emisor podría ofrecer bajo la *Regulation A* de \$5 millones a \$50 millones, lo que determinó la denominación de *Regulation A+*. Sin embargo, no se efectuaron otras modificaciones que mejoraran las deficiencias de la *Regulation A*, a saber, sustancial carga de trabajo para acogerse a la excepción, retraso debido a la revisión de la SEC y el registro en cada estado donde se fueran a ofrecer los valores²⁹⁸.

Conviene mencionar, en segundo lugar, la regulación contenida en la *Regulation D*, ya que esta ha sido desde 1982 una opción segura para que los emisores procedieran a realizar ofertas de valores sin la necesidad de proceder a su registro ante la SEC²⁹⁹. Las exenciones establecidas por la *Regulation D* y, entre ellas, la de la Regla 504, son exenciones transaccionales, por lo que no exime a los valores individuales, sino más bien a la transacción de un emisor que ofrece o vende esos valores³⁰⁰. Las condiciones generales de la *Regulation D* se encuentran contenidas en las Reglas 501–503, y las condiciones específicas enumeradas en el texto de cada una de las exenciones³⁰¹.

Como vemos, la exención de *crowdfunding* no es la única existente, y dada la abundante normativa con relación a las diversas exenciones de ofertas de valores privadas, la SEC solicitó mediante un comunicado emitido el 18 de junio de 2019, comentarios públicos para encontrar maneras de armonizar todas las disposiciones existentes, en parte debido a que las reformas introducidas por la *JOBS Act* determinaron

²⁹⁸ Vid. LONG, J.C., KAUFMAN, M., and WUNDERLICH, J.M., “Federal Preemption”, *Blue Sky Law*, epigrafe [5:30. “Regulation A+” and Offers and Sales to Qualified Purchasers-What is Regulation A+?], Thomson Reuters, December 2019 Update, Recurso electrónico, fecha de última consulta el 26 de abril de 2020.

²⁹⁹ Vid. GEDDES, K. E., “The Amendments to Regulation D: Making Rule 504 “Great” Again?”, *Securities Regulation Law Journal*, Volume 46, Issue 2, Summer 2018, Recurso electrónico, fecha de última consulta el 7 de marzo de 2020, epigrafe I.[Introduction]

³⁰⁰ Vid. GEDDES, K. E., “The Amendments to Regulation D:Making”, *cit.*, epigrafe II. [Securities Offerings Under Rule 504 of Regulation D]

³⁰¹ Vid. GEDDES, K. E., “The Amendments to Regulation D:Making”, *cit.*, epigrafe II. [Securities Offerings Under Rule 504 of Regulation D]

una modificación significativa del marco regulatorio de las excepciones³⁰². Además, con la presidencia de Trump se esperaba por algún autor ciertos cambios en las regulaciones preexistentes para facilitar un potencial de inversión aún mayor, ampliando las excepciones de inversor calificado y aumentando los límites de inversión de *crowdfunding* permitidos³⁰³.

La citada solicitud de comentarios afecta a dos aspectos de la regulación del *crowdfunding*, ya que solicita comentarios relativos a posibles cambios necesarios para mejorar, armonizar, o simplificar *cualquiera de las exenciones* de obtención de capital y en particular las relativas a las exenciones de colocación privada y la Regla 506 del *Regulation D*, el *Regulation A*, la Regla 504 del *Regulation D*, las exenciones de oferta intraestatal (*intrastate*) y el Reglamento de *Crowdfunding*. La solicitud de comentarios por parte de la SEC también abarca los comentarios relativos a las limitaciones de inversión, sobre quién puede invertir en ciertas ofertas exentas, o la cantidad que pueden invertir, proporcionan un nivel apropiado de protección del inversor, o si por el contrario los mismos representan un obstáculo indebido para formación de capital o acceso de los inversores a oportunidades de inversión. Requiriéndose, además, comentarios sobre las personas y empresas que entran dentro de la definición de "inversor acreditado"³⁰⁴.

La complejidad de las regulaciones de exenciones al registro de ofertas es evidente. Las ofertas exentas conllevan que una empresa de dimensiones generalmente limitadas puede emitir valores sin tener que registrarse en la SEC y por lo tanto sin tener que cumplir con un conjunto completo de requisitos reglamentarios que, normalmente, se aplican a las sociedades cotizadas (*public companies*). La SEC busca en relación con este particular obtener la opinión y comentarios del público y expertos para si se deben hacer cambios para mejorar la consistencia, accesibilidad y efectividad de las exenciones al efecto de intentar que las empresas más pequeñas puedan recaudar fondos de los inversores³⁰⁵.

³⁰² SEC, "Press Release: SEC Seeks Public Comment on Ways to Harmonize Private Securities Offering Exemptions", Recurso electrónico disponible en <https://www.sec.gov/news/press-release/2019-97>, fecha de última consulta el 27 de julio de 2023.

³⁰³ GARDNER, G., "Expected Changes in Sec Regulatory Policy Under President Trump's Administration", 36 *Review of Banking & Finance Law*, (2017) pp. 580-594, p. 592-93.

³⁰⁴ SEC, "Press Release: SEC Seeks Public Comment on Ways", *cit.*

³⁰⁵ HO, S., "SEC's Small Company Advisory Panel to Discuss Exempt Offerings", *Accounting & Compliance Alert (WG&L)*, 2019 WL 587350, WGL-ACCTALERT Vol. 13, No. 218, Recurso electrónico base de datos Westlaw Thomson Reuters, Thomson Reuters Tax and Accounting, fecha de última consulta el 7 de marzo de 2020.

3. Organismos de control y supervisión

3.1 *Securities Exchange Commission (SEC)*

El *crowdfunding* como sistema que facilita la emisión de valores requiere de unos organismos de supervisión que controlen el cumplimiento de las disposiciones pertinentes, así como que apliquen los regímenes de control y disciplinarios previstos. Tales funciones son encomendadas a la *Securities Exchange Commission*, o SEC por sus siglas en inglés, en el caso americano y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, o CNMV, en el caso español, si bien existen, además, otros organismos con funciones atribuidas en el marco de la regulación del *crowdfunding*.

Las principales agencias reguladoras de los mercados de valores en el caso de los Estados Unidos son la *Securities Exchange Commission* (SEC) y la *Financial Industry Regulatory Authority* FINRA³⁰⁶. La *Securities Exchange Commission* o SEC como es comúnmente denominada, es una agencia federal creada por la *Securities Exchange Act* de 1934 que define su misión como la protección de los inversores, el mantenimiento de mercados justos, ordenados y eficientes y la facilitación de la formación de capital³⁰⁷. La SEC es una agencia federal creada por la *Exchange Act* para administrar tanto la *Securities Act* y la *Exchange Act* como para administrar otras leyes como la TIA, ICA y la IAAA³⁰⁸. La competencia de la SEC abarca un conjunto amplio y diverso de responsabilidades, que incluye entre otros supervisar el comercio anual de los mercados de valores de EE. UU., revisar selectivamente la información y estados financieros de un ingente número de empresas públicas que cotizan en bolsa, así como supervisar las actividades de las entidades registradas, de las bolsas de valores nacionales, las agencias de calificación crediticia, las agencias de compensación, la *Public Company Accounting*

³⁰⁶ Practical Law Corporate & Securities, “US Securities Laws”, *cit.*, epígrafe [Parte introductoria].

³⁰⁷ SEC, “Our goals”, disponible en <https://www.sec.gov/our-goals>, recurso electrónico, fecha de última consulta el 24 de julio de 2023, que establece que “The SEC’s long-standing three-part mission—to protect investors, maintain fair, orderly, and efficient markets, and facilitate capital formation—remains its touchstone. The core principles the agency has applied over the past 88 years to carry out this mission are timeless: requiring issuers raising capital to make full and fair disclosures to investors on a regular basis; placing heightened responsibilities on key market participants; and using SEC examination and enforcement resources to bolster those requirements and protect investors.”

³⁰⁸ Practical Law Corporate & Securities, “US Securities Laws”, *cit.*, epígrafe [Principal Regulatory Agencies]

*Oversight Board (PCAOB), la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), la Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB), la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), and the Financial Accounting Standards Board (FASB)*³⁰⁹. La SEC proporciona, además, información crítica sobre el mercado a través de sistemas tecnológicos, como el sistema EDGAR³¹⁰. La función que desarrolla la SEC en el ámbito financiero es, por ende, esencial ya que los mercados de capitales de EE. UU. representan alrededor del 40 por ciento del mercado de capitales mundial³¹¹. De ahí que la salud de su sistema financiero y la estabilidad de este sea crítica, no solo para los Estados Unidos, sino para la economía de gran parte de los países. La SEC tiene por objetivo por tanto proteger al público inversor, y para ello se enfoca a que los mercados estén libres de fraude, manipulación y otras conductas indebidas. La SEC, en su papel de supervisor, que incluye las áreas de regulación, programas de ejecución o *enforcement* y examen, es consciente de que debe estar más alerta que nunca, y adaptarse a los mercados modernos, con las consiguientes evoluciones tecnológicas³¹².

3.2 Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)

FINRA es la organización que sucedió a la *National Association of Securities Dealers* (NASD), y se trata del mayor regulador de valores no gubernamental para todas las entidades de valores que operan en Estados Unidos. FINRA actúa bajo la supervisión de SEC³¹³. Es importante anticipar que todos los portales de financiación que se registren como tal deben convertirse en miembros de una asociación nacional de valores registrada, y FINRA es actualmente la única asociación como tal³¹⁴.

En relación con las disposiciones de *crowdfunding* introducidas por la *JOBS Act*, FINRA creó las Reglas del Portal de Financiación (*Funding Portal Rules*), que son un

³⁰⁹ SEC, “Strategic Plan Fiscal Years 2022-2026”, Recurso electrónico, disponible en https://www.sec.gov/files/sec_strategic_plan_fy22-fy26.pdf, fecha de última consulta el 27 de julio de 2023, pp. 1-16, p.4.

³¹⁰ SEC, “Strategic Plan Fiscal”, *cit.*, p.4.

³¹¹ SEC, “Strategic Plan Fiscal”, *cit.*, p.6.

³¹² SEC, “Strategic Plan Fiscal”, *cit.*, p.7.

³¹³ Practical Law Corporate & Securities, “US Securities Laws”, *cit.*, epígrafe [Principal Regulatory Agencies]

³¹⁴ SEC, “Registration of Funding Portals A Small Entity Compliance Guide”, Recurso electrónico disponible en <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/tmcompliance/fpregistrationguide.htm>, fecha de última consulta el 16 de julio de 2023.

conjunto de reglas simplificadas que se adaptan al alcance limitado de las actividades en las que los portales de financiación pueden participar, de conformidad con la regulación introducida por la *JOBS Act* y la emitida por la SEC³¹⁵. Tales reglas de la FINRA fueron aprobadas por la SEC en enero de 2016³¹⁶.

Se ha de destacar, además, la sección 200.30–1 del Título 17 del CFR en donde se establece la delegación de autoridad al director de la División de Finanzas Corporativas por parte de la SEC hasta que la SEC ordene lo contrario, de ciertos aspectos de la autorización del otorgamiento de solicitudes bajo la sec. 227.503 (b)(2). En este sentido dispone la sección 200.30-1(d) del Título 17 del CFR que se delegue al Director de la División de Finanzas Corporativas (*Director of the Division of Corporation Finance*) la autorización con relación a la *Securities Act* de 1933 (15 USC 77a et seq.) y las secciones 227.100 a 227.503, autorizar la aprobación de solicitudes bajo la sec. 227.503 (b) (2) tras la presentación de buena causa (*showing of good cause*) de que no es necesario denegar la exención del reglamento de *crowdfunding* en esas circunstancias³¹⁷. Se puede apreciar por tanto que FINRA tiene asimismo un papel relevante en cuanto al mecanismo del *crowdfunding*, como se verá a continuación..

4. Régimen de infracciones y sanciones en la regulación estadounidense del *crowdfunding*

La regulación relativa a las potenciales sanciones se encuentra contenida en la normativa emitida por FINRA ya que establece en sus Reglas de Portales de Financiación (*Funding Portal Rules*) la aplicación de la Serie 8000 de la Norma FINRA (Investigaciones y Sanciones) a los Portales de Financiación³¹⁸. La citada sección establece la aplicación de las normas sobre investigaciones y sanciones con excepción de

³¹⁵“FINRA Requests Comment on FINRA Rules Impacting Capital Formation”, FINRA NOTICE 17-14 (National/Federal), 2017 WL 1387915, Recurso electrónico, fecha de última consulta el 24 de julio de 2023.

³¹⁶ SEC, “SEC approval order of FINRA's crowdfunding rules”, Release No. 34-76970; File No. SR-FINRA-2015-040, 2016, Recurso electrónico disponible en <https://www.sec.gov/rules/sro/finra/2016/34-76970.pdf>, fecha de última consulta el 16 de julio de 2023.

³¹⁷ Sección 200.30–1 del Título 17 del CFR

³¹⁸ FINRA, “Funding Portal Rules”, Sección 800(a) Investigations and Sanctions, disponible en <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/funding-portal-rules/800>, fecha de última consulta el 1 de abril de 2023.

las Reglas 8110, 8211, 8213 y 8312 de FINRA, y todos los miembros del portal de financiación estarán sujetos a la Serie de reglas 8000 de FINRA³¹⁹.

Se establece, además, la posibilidad de que FINRA dé acceso al público, a través de un enlace apropiado en el sitio web de FINRA, al Formulario de Portal de Financiación de la SEC de un portal de financiación miembro (actual o antiguo), incluyendo la información relativa a las enmiendas y las solicitudes de retiro de registro, tal como se presentó ante la SEC de acuerdo con la regulación de *crowdfunding* de la SEC³²⁰. FINRA pondrá, además, a disposición del público la información presentada por un portal de financiación miembro, indicando si el portal de financiación miembro, o cualquier persona asociada a este, está sujeto a un evento descalificador conforme a la Sección 3(a)(39) de la *Exchange Act*, debiendo mantener esta información actualizada y revisarla dentro de los 10 días siguientes a cualquier cambio en dicha información³²¹.

Se establecen ciertas salvaguardas en cuanto a la información que puede ser facilitada por FINRA ya que no pondrá a disposición cierta información facilitada como puede ser un número de Seguridad Social, información que FINRA tenga prohibido divulgar de otro modo bajo la ley federal, o información que se proporcione únicamente para uso de FINRA. Se puede además excluir información que contenga información confidencial del cliente, lenguaje ofensivo o potencialmente difamatorio o información que genere preocupaciones significativas sobre el robo de identidad, la seguridad personal o la privacidad que no sean superadas por las preocupaciones de protección del inversor o información que fue reportada por error³²².

En cuanto a las sanciones, la sección 8300 de las Reglas FINRA establece la regulación relativa a las mismas. Dispone la subsección 8310 Sanciones por violación de las reglas en su apartado (a) el que FINRA puede imponer sanciones a un miembro o persona asociada con un miembro por cada violación de las leyes federales de valores, reglas o reglamentos en virtud de las mismas, las reglas de la Junta de Reglamentación de Valores Municipales, o las reglas de FINRA, o a un miembro o persona asociada con un miembro por cualquier negligencia o negativa a cumplir con una orden, instrucción o

³¹⁹ FINRA, “Funding Portal Rules”, *cit.*, Sección 800(a).

³²⁰ FINRA, “Funding Portal Rules”, *cit.*, Sección 800 (b)(1).

³²¹ FINRA, “Funding Portal Rules”, *cit.*, Sección 800 (b)(2).

³²² FINRA, “Funding Portal Rules”, *cit.*, Sección 800 (b)(3).

decisión emitida bajo las reglas de FINRA³²³. Las posibles sanciones que FINRA puede imponer son censura; multa, suspensión de la afiliación de un miembro o suspender el registro de una persona asociada con un miembro por un período definido o un período supeditado a la realización de un acto en particular, expulsión, cancelación de la membresía de un miembro o revocación o cancelación del registro de una persona asociada con un miembro; suspensión o prohibición que un miembro o una persona asociada con un miembro se asocie con todos los miembros; imposición de una orden de cese y desistimiento temporal o permanente; o imposición de cualquier otra sanción adecuada³²⁴. Se entiende que cada una de las partes de un procedimiento que resulte en sanción ha dado su consentimiento a la imposición de esta, a menos que dicha parte presente una solicitud por escrito de apelación, revisión o reparación³²⁵. La sección 8200 de las Reglas FINRA establece, por su parte, la regulación relativa a las investigaciones, estableciendo los requisitos y normativa relativa al suministro de información y testimonio e inspección y copiado de libros en la sección 8210, si bien no se entra en los pormenores de la regulación en este análisis³²⁶.

En cuanto al ejercicio de estas potestades por parte de FINRA cabe mencionar el anuncio de FINRA el 4 de mayo de 2022 de la imposición de una multa a dos portales de financiación registrados en FINRA, *Wefunder* y *StartEngine*, con una suma combinada de \$1.75 millones por no cumplir con las leyes y normas de valores diseñadas para proteger a los inversores de *crowdfunding*. En relación con *Wefunder*, FINRA descubrió que desde 2016 hasta 2021, es decir, durante 5 años y en 39 ofertas separadas, el citado portal de financiación recaudó alrededor de \$20 millones más de lo permitido según los límites de recaudación de *crowdfunding*. Según el comunicado de prensa emitido por FINRA, *Wefunder* desviaba el exceso de fondos recaudados en una oferta de *crowdfunding* a una oferta posterior realizada bajo una exención de registro diferente; además, descubrió que *Wefunder* no dirigió de inmediato la transmisión de fondos a los emisores o inversores según lo requerido; envió indebidamente correos electrónicos a

³²³ FINRA, “Funding Portal Rules”, Sección 8310 (a) Sanctions for Violation of the Rules, disponible en <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/8310>, fecha de acceso por última vez el 1 de abril de 2023.

³²⁴ FINRA, “Funding Portal Rules”, *cit.*, Sección 8310 (a)

³²⁵ FINRA, “Funding Portal Rules”, *cit.*, Sección 8310 (b)

³²⁶ FINRA, “Funding Portal Rules”, Sección 8210 Provision of Information and Testimony and Inspection and Copying of Books, disponible en <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/8210> fecha de última consulta el 1 de abril de 2023.

cientos de miles de inversores recomendando y solicitando inversiones que se ofrecen en su portal; incluyó comunicaciones engañosas en el sitio web de su portal de financiación; y no mantuvo un sistema de supervisión razonable para controlar su negocio. En cuanto a *StartEngine*, FINRA concluyó que, entre noviembre de 2016 y enero de 2018, *StartEngine* incluyó comunicaciones del emisor en el sitio web de su portal de financiación que sabía, o tenía motivos para saber, que eran engañosas; publicó recuentos inexactos del número de inversores en las ofertas en su portal, y no supervisó razonablemente el contenido preparado por un emisor potencialmente engañoso³²⁷.

Resulta bastante interesante tanto el ejercicio de la supervisión como la imposición de las sanciones mencionadas en el comunicado de FINRA, ya que cumple una doble función. Por un lado, ejercitar las competencias que le han sido atribuidas para la supervisión de los portales de financiación, y por otro cumplir además con un objetivo preventivo, de ejemplificación para el resto de los actores de lo que puede ocurrir en el caso de no seguir la regulación.

5. Ámbito de aplicación y limitaciones a extranjeros en Estados Unidos

En la regulación estadounidense existen determinadas restricciones a la posibilidad de utilizar la exención del *crowdfunding*. La misma no está disponible para aquellos emisores que no sean americanos, para aquellas compañías que deban proporcionar informes, es decir, aquellas compañías mencionadas en la sección 13 o 15 (d) de la *Exchange Act*, y también aquellas compañías de inversiones o compañías excluidas de la definición de compañías de inversión de la sección 3(b) o 3(c) de la *Investment Company Act* de 1940. La propia *JOBS ACT* permite, además, a la SEC determinar aquellos emisores que no puedan elegir o utilizar la exención de *crowdfunding*³²⁸.

Con relación a la aplicación de la normativa a las operaciones de *crowdfunding* a los emisores extranjeros se pueden hacer diversas distinciones. Por lo que concierne a la

³²⁷ FINRA, “Comunicado de prensa del 4 de mayo de 2022: “FINRA Fines Wefunder \$1.4 Million for Crowdfunding Rule Violations; StartEngine Capital Separately Fined \$350,000” disponible en <https://www.finra.org/media-center/newsreleases/2022/finra-fines-for-crowdfunding-rule-violations> fecha de última consulta el 1 de abril de 2023

³²⁸ Practical Law Corporate & Securities, “*JOBS Act: Crowdfunding*”, *cit.*, epigrafe [Restrictions on Availability of the Exemption].

exención propiamente considerada de *crowdfunding*, es decir, la exención por ofertas de \$5.000.000 (en la cantidad actual) o menos por emisor y por año a través de portales de internet y limitadas con relación a las cantidades que un inversor individual puede invertir, la misma no se encuentra disponible para emisores extranjeros y solamente está disponible para compañías estadounidenses. Existen sin embargo otras opciones similares a la propiamente dicha de *crowdfunding* como puede ser la mencionada *Regulation A+* que establece excepciones para ofertas de menos de 50 millones por emisor por año. Esta excepción está sujeta a ciertos requisitos de advertencias de información continuada y otras condiciones si bien la propia *JOBS Act* no las limita propiamente a compañías estadounidenses³²⁹.

II. EVOLUCION DE LA FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA DE INVERSIÓN EN ESPAÑA

1. Antecedentes

La evolución normativa de las “finanzas digitales” (*digital finance*) se ha producido en tres fases, del “esperar y ver”, a la “adaptación de las reglas a los nuevos modelos de negocio” terminando con la “regulación específica o *ad hoc*”³³⁰. Algún autor muy acertadamente establece una cuádruple clasificación de fases al respecto. Se distinguen los sistemas de prohibición directa y absoluta, los de admisión restrictiva, los de autorización en sentido amplio y regulación y los de promoción o fomento³³¹. Nos encontramos ya tanto en España como en Estados Unidos en ese último estadio.

Como en casi todo el mundo, en España, los antecedentes legislativos de la regulación de la financiación participativa se remontan a la crisis financiera de 2008. La falta de financiación y el acceso limitado al crédito hicieron que se plantearan alternativas

³²⁹ Practical Law Corporate & Securities, “*JOBS Act* and FPIs: How the”, *cit.*

³³⁰ Vid. ZUNZUNEGUI, F., “How to regulate digital financial platforms: A research agenda”, *Revista de Derecho de Mercado Financiero*, Working paper 3/2022, Noviembre 2022, pp. 1-25, p.15, epígrafe V. [Regulatory response], disponible en <http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2022/10/Zunzunegui.-F.-How-to-regulate-digital-financial-platforms-A-research-agenda.pdf>, fecha de última consulta el 17 de junio de 2023, el cual establece que “The regulatory response to digital finance has gone through three complementary phases. From “wait and see”, it has moved on to trying to “adapt the rules to the new business models”, to the step of “ad hoc regulation”.

³³¹ GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *Plataformas de financiación participativa y “financiamiento de crowdfunding”*, España, Tirant Lo Blanch. Valencia. 2016, Recurso electrónico, pp. 1-367, p.53.

como el *crowdfunding*. A tal efecto, se elaboró un Anteproyecto de Ley para el Fomento de la Financiación Empresarial, que se aprobó en Consejo de Ministros, el 28 de febrero de 2014 y que incluía una propuesta para regular el *crowdfunding*. Esta norma pretendía establecer la regulación exclusivamente de las operaciones de financiación participativa que “busquen un rendimiento dinerario derivado de la financiación empresarial o de consumo”³³².

Con relación a los orígenes de la regulación del *crowdfunding* en España conviene destacar la propuesta que la Asociación Española de *crowdfunding* dirigió al Senado en relación con el proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial en su título quinto. En tal propuesta la asociación se hacía eco de los datos de la OCDE en relación con la financiación bancaria en España, que en 2012 llegó a alcanzar un 90% de la financiación de las empresas, mientras que en el resto de la Unión Europea se limitaba a un 65% y en Estados Unidos a un 45%. Alentaba, por tanto, al Gobierno español a impulsar el mecanismo del *crowdfunding* para mejorar la diversificación de los instrumentos de financiación. La Asociación española de *crowdfunding* consideraba, con buen criterio, que elementos esenciales para un exitoso desarrollo de la institución eran no solo la regulación sino también “la educación, investigación y sensibilización” para el desarrollo tanto del sector como de las buenas prácticas. Se refería así a la regulación establecida en relación con las pequeñas y medianas empresas, así como los emprendedores en otros países de nuestra área económica como pueden ser Francia, Reino Unido y a los Estados Unidos. En su propuesta al Senado, precisamente una de las mayores preocupaciones de la Asociación Española de *Crowdfunding* era que no se limitara el *crowdfunding*, apelando al hecho de que es una tendencia mundial y creciente que se está desarrollado ampliamente por multitud de países.

Asimismo, se consideraba que los requisitos financieros que se establecían en el Proyecto de Ley, especialmente los requisitos relativos al capital social, eran irreales respecto al actual modelo de negocio y a los ingresos de las plataformas de financiación

³³² En estos términos se expresaba el Comunicado de la Moncloa de 3 de octubre de 2014 “Aprobado el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial” disponible en <https://www.lamoncloa.gob.es/consejodeministros/Paginas/enlaces/031014consejoministros.aspx> accedido por última vez el 4 de abril de 2023.

participativa³³³. La búsqueda del necesario equilibrio entre la protección de los inversores y el fomento del mecanismo del *crowdfunding* es uno de los desafíos de su regulación³³⁴.

En este contexto, en marzo de 2015 se aprobó en España la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial que incluyó por primera vez una regulación específica para *el crowdfunding*, si bien con ciertos detractores por la manera en que se reguló. Algún sector doctrinal entendió que la regulación española “es un marco intervencionista, de carácter paternalista y protector del statu quo bancario”³³⁵. Para este sector, el enfoque legislativo de la limitación de la cuantía como medida principal de protección de los inversores tendría como única finalidad minimizar el impacto de las pérdidas para aquellos inversores sin experiencia sustancial previa³³⁶. Algún autor también ha destacado la necesidad de establecer una regulación que apueste por la seguridad jurídica³³⁷, mientras que, en el caso de la regulación del *crowdfunding*, no ha sido la protección de los inversores o la integridad del sistema lo que ha primado sino la eficiencia y la competitividad³³⁸.

2. Regulación

La regulación española relativa al *crowdfunding* se encuentra contenida en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (en adelante citada como

³³³ Asociación Española de Crowdfunding, “Propuesta para el Senado”, 5 de febrero de 2015, <https://studylib.es/doc/7102407/propuesta-para-el-senado---asociaci%C3%B3n-esp%C3%B1ola-de-crowdfu...> fecha de última consulta el 12 de mayo de 2023.

³³⁴ Vid. en este sentido RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLEL, T., “Responsabilidad de las plataformas”, *cit.*, p.507-508 la cual entiende que “como ya había planteado con anterioridad el surgimiento en los mercados financieros de figuras híbridas (como, muy ilustrativamente, los Sistemas Multilaterales de Negociación²⁰), el sorprendente crecimiento en número de plataformas y cuantía de la financiación pronto hizo urgente plantear la regulación del crowdfunding entre dos fronteras: de un lado, no ahogar el fenómeno con reglas que supusieran cargas innecesarias y entorpecedoras, y, de otro, asegurar la protección de los derechos de los participantes y los intereses en juego y conjurar, en particular, el riesgo sistémico en el mercado de la financiación. La búsqueda de equilibrio entre estos objetivos subyace en las primeras normas adoptadas y guía las consultas y debates sobre la necesidad de regulación y sus elementos.”

³³⁵ Vid. NAVARRO MATAMOROS, L., “Concepto y Clases”, *cit.*, epígrafe II [Antecedentes legislativos en derecho comparado].

³³⁶ Vid. NAVARRO MATAMOROS, L., “Concepto y Clases”, *cit.*, epígrafe III.2 [Regulación del “crowdfunding” financiero en España], quien entiende que “Pero, sin duda con buen criterio, el temor del Gobierno era que ciudadanos de a pie sin experiencia inversora, arriesgasen su dinero sin ser conscientes de que podían estar invirtiendo en una empresa de riesgo, con el consiguiente perjuicio de poder perder todo su capital invertido”.

³³⁷ Vid. en este sentido ZUNZUNEGUI, F., “Encuadre sistemático y conceptual”, *cit.*, p.46 quien entiende que “Lo que necesita Fintech y, en particular, la financiación participativa, es seguridad jurídica. Pero una regulación flexible, adaptada a las características de la nueva actividad, que es global y tecnológica.”

³³⁸ Vid. en este sentido ZUNZUNEGUI, F., “Encuadre sistemático y conceptual”, *cit.*, p.45.

Ley 5/2015), l), en la actual redacción dada por la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas (en adelante, Ley 18/2022). No obstante, la normativa preferente es hoy de origen comunitario, ya que resulta de aplicación en esta materia el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937³³⁹. Esta regulación europea se complementa, a su vez, con numerosos Reglamentos Delegados de la EU para el desarrollo más pormenorizado y detallado de aspectos regulados en el Reglamento (UE) 2020/1503, aplicables todos ellos desde el 28 de noviembre de 2022.

Se debe mencionar además brevemente la Directiva (UE) 2019/1937 de 23 de octubre de 2019 que contiene la regulación relativa a la protección de las personas que informen sobre infracciones del Derecho de la Unión. El artículo 47 del Reglamento (UE) 2020/1503 incluye una modificación en la Directiva (UE) 2019/1937 por la que se añade un inciso en la Parte I, punto B del anexo sobre las “normas que establecen un marco regulador y de supervisión y protección para los inversores y consumidores en los servicios financieros y mercados de capitales de la Unión, los productos bancarios, de crédito, de inversión, de seguro y reaseguro, de pensiones personales o de jubilación, servicios de valores, de fondos de inversión, de pago y las actividades enumeradas en el anexo I de 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, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y por el que se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE (DO L 176 de 27.6.2013, p. 338)³⁴⁰”, en el que se añade específicamente como inciso xxi) la referencia al Reglamento (UE) 2020/1503³⁴¹. La finalidad perseguida es otorgar protección a las personas que informen de infracciones de la regulación sobre proveedores de servicios de financiación participativa prevista en dicho Reglamento.

³³⁹ La Ley 2/2023, de 20 de febrero, reguladora de la protección de las personas que informen sobre infracciones normativas y de lucha contra la corrupción, conforme al Preámbulo Considerando II se establece que “Con la aprobación de esta ley se incorpora al Derecho español la Directiva (UE) 2019/1937 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2019.

³⁴⁰ Parte I, punto B del anexo de la Directiva (UE) 2019/1937 de 23 de octubre de 2019.

³⁴¹ Artículo 47 del Reglamento (UE) 2020/1503

2.1 *La Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial y su modificación por la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas.*

Cierto sector doctrinal se mostraba bastante crítico con la redacción original de la Ley 5/2015 entendiéndola que era demasiado profusa en la regulación de las plataformas de financiación participativa, de manera que no había margen realmente para desarrollo reglamentario, además de considerar que esa extensa regulación suponía “un coste elevado que encarece la prestación del servicio y dificulta el desarrollo del negocio”³⁴².

Ese problema ya no se plantea en la actualidad dado que la redacción original de la Ley 5/2015 ha sido derogada en virtud de la Ley 18/2022. El objetivo de esta ley es la adaptación de la legislación española previamente contenida en la Ley 5/2015 al régimen jurídico establecido a nivel europeo³⁴³. Tal adaptación conlleva que las plataformas de financiación participativa españolas puedan actuar de manera transfronteriza, es decir, puedan prestar sus servicios libremente en todo el territorio de la Unión Europea en virtud de una autorización única. El artículo 14 de la Ley 18/2022 derogó el título V de la Ley 5/2015 y el artículo 15 introduce el nuevo título V de esta³⁴⁴. La entrada en vigor de este capítulo V, de acuerdo con la disposición final octava de la Ley 18/2022, coincide con la fecha de finalización del periodo transitorio previsto en el artículo 48 del Reglamento (UE) 2020/1503, siendo esta el 10 de noviembre de 2022³⁴⁵.

La regulación introducida en el capítulo V principalmente consiste en una remisión al régimen establecido en el propio Reglamento (UE) 2020/1503. El mismo introduce en la Ley 5/2015 los renovados artículos 46 a 56. Conforme al nuevo artículo 46, el régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa vendrá regulado

³⁴² ZUNZUNEGUI, F. (2015), “Régimen Jurídico de las Plataformas de financiación participativa (crowdfunding)”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, Madrid, p.1-32, p.28-29.

³⁴³ Conviene mencionar también la promulgación de la Ley 28/2022, de 21 de diciembre, de fomento del ecosistema de las empresas emergentes que, según su Preámbulo “se ve complementada con las medidas previstas en la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas, así como en la reforma del marco concursal, dirigidas a mejorar la calidad normativa y el clima de negocios, favoreciendo la eficiencia y la productividad a lo largo de todo el ciclo de creación, crecimiento y reestructuración empresarial.” Dicha Ley, conforme a su artículo 1, tiene por objeto “establecer un marco normativo específico para apoyar la creación y el crecimiento de empresas emergentes en España, teniendo en cuenta la distribución competencial sobre la materia entre el Estado y las Comunidades Autónomas.”

³⁴⁴ Artículo 14 y 15 de la Ley 18/2022. Ver también TAPIA HERMIDA, A.J., “La nueva regulación europea y española de los servicios y de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, N° 31, Julio de 2022, p.1-25, p.2.

³⁴⁵ Disposición final octava de la Ley 18/2022

tanto por el Reglamento (UE) 2020/1503 como por la propia Ley 5/2015³⁴⁶. Se había destacado por cierto sector doctrinal que la Ley 5/2015 se habría centrado más en el establecimiento de un régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa y no tanto del *crowdfunding* en sí, apreciación esta que puede mantenerse tras su reforma en 2022³⁴⁷.

Una de las novedades introducidas por la modificación efectuada por la Ley 18/2022 es la aclaración introducida en el nuevo artículo 46.2 de la Ley 5/2015 sobre las participaciones sociales de sociedades de responsabilidad limitada. Si bien aclara que las mismas no tienen la consideración de valores negociables, a los efectos de la aplicación del Reglamento (UE) 2020/1503 puntualiza que las mismas se consideran valores aptos para el desarrollo de las actividades de las plataformas de financiación participativa y de las empresas de servicios de inversión previstos en dicho Reglamento³⁴⁸. Se confirma, por tanto, la disponibilidad del *crowdfunding* para sociedades cuyo capital social mínimo, en la actualidad, es de 1 euro. Ello permite a empresas de dimensión reducida optar a canales de financiación que les permitan obtener el capital que tendrían de otro modo, por los canales tradicionales, más limitado.

El nuevo artículo ha renunciado a la introducción de un concepto de plataformas de financiación participativa a diferencia de como hacía el anterior artículo 46. Este último, establecía en su párrafo primero qué había de entenderse por plataformas de financiación participativa, mientras que en su párrafo segundo determinaba las empresas que no tendrían la consideración de plataformas de financiación participativa, siendo estas aquellas en que la financiación captada por promotores se realizará exclusivamente a través de donaciones, venta de bienes y servicios y préstamos sin intereses.

³⁴⁶ Artículo 46 de la Ley 5/2015 en la redacción introducida por la Ley 18/2022

³⁴⁷ En este sentido entre otros RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., “La responsabilidad de las plataformas: Alcance, límites”, *cit.*, epígrafe III [La opción regulatoria: un régimen jurídico de base subjetiva para las PFP]. Para esta autora, “la LFFE no ofrece ni pretende ofrecer un marco jurídico integral para el crowdfunding sino establecer un régimen jurídico específico para las Plataformas de crowdfunding, que denomina PFP. Por tanto, la delimitación del ámbito de aplicación del Título V de la LFFE se basa en un criterio esencialmente subjetivo. De modo que tanto la estructura del articulado como su enfoque se orientan hacia la figura de las PFP como específicos operadores del mercado y la configuración de su estatuto jurídico.”

³⁴⁸ Artículo 46.2 de la Ley 5/2015 en la redacción introducida por la Ley 18/2022

2.2 El Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937

Un sector doctrinal ya en relación al proyecto de la Ley 5/2015 ponía acertadamente de manifiesto la necesidad de armonizar ciertos aspectos de la legislación y de que fueran de aplicación en toda la Unión Europea, identificando precisamente el riesgo de que, de no proceder así, se estaría “segmentando el mercado único e imponiendo en ciertos Estados miembros unas normas más restrictivas que en otros, lo que podría acarrear graves problemas de competencia a los operadores situados en estados miembros con normativa más restrictiva”³⁴⁹.

La doctrina puso de manifiesto la lenta reacción de la Unión Europea a la regulación del *crowdfunding*, si bien la Comisión Europea finalmente optó por proponer regulación al respecto para poder atajar el problema generado por la situación regulatoria fragmentada entre los diversos estados miembros³⁵⁰. Ya el propio considerando 43 de la propuesta de Reglamento destacaba entre los objetivos del Reglamento tratar la fragmentación “del marco legal aplicable a los servicios de financiación participativa con el fin de garantizar el correcto funcionamiento del mercado interior en lo tocante a esos servicios a la vez que se refuerza la protección de los inversores y la eficiencia del mercado”³⁵¹.

El propio Reglamento (UE) 2020/1503 pone de manifiesto en sus considerandos cómo las “diferencias entre las normas nacionales vigentes obstaculizan la prestación transfronteriza de servicios de financiación participativa” y “es necesario eliminar los obstáculos existentes para el buen funcionamiento del mercado interior en los servicios de financiación participativa y garantizar un alto nivel de protección a los inversores estableciendo un marco regulador a nivel de la Unión”³⁵².

³⁴⁹ CARRASCO, A., “Proyecto de ley de fomento”, cit., p.193.

³⁵⁰ ESTEVAN DE QUESADA, C., “Crowdfunding financiero en la Unión Europea”, cit., p.27.

³⁵¹ ESTEVAN DE QUESADA, C., “Crowdfunding financiero en la Unión Europea”, cit., p.35, citando el Considerando 43 de la Propuesta de Reglamento actualmente recogido en el Considerando 74 del Reglamento (UE) 2020/1503.

³⁵² Considerandos 6 y 7 del Reglamento (UE) 2020/1503.

La regulación actual en el ámbito de la Unión Europea viene establecida en el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937³⁵³. El citado reglamento establecía con base a su artículo 51 que la entrada en vigor se produciría a los veinte días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea con aplicación a partir del 10 de noviembre de 2021³⁵⁴. En su artículo 48 estableció un período transitorio respecto a los servicios de financiación participativa prestados de conformidad con el Derecho nacional. El mismo determinaba en su párrafo primero la posibilidad de continuar prestando de acuerdo con la normativa nacional existente los servicios de financiación participativa bien hasta un año después de la entrada en vigor del reglamento, es decir, hasta el 10 de noviembre de 2022, o bien hasta el otorgamiento de la autorización para operar como proveedor de servicios de financiación participativa, de ser la misma anterior³⁵⁵. Conviene mencionar que, con la promulgación de este Reglamento, no resulta aplicable ni la MiFID II ni la normativa bancaria sobre concesión de préstamos a la financiación participativa cuando los proyectos que se oferten sean de cuantía inferior a cinco millones de euros³⁵⁶.

³⁵³ Como mencionaba ESTEVAN DE QUESADA, C., “*El Crowdfunding de inversión*”, *cit.*, epígrafe Cap. 3., 1. [Contexto: Crowdfunding financiero y no financiero], la Comisión Europea entendió en un primer momento en el documento *European Commission Staff Working Document on Crowdfunding* que no era necesaria una regulación específica al efecto, si bien esa postura evolucionó posteriormente y en 2018 se presentó la Propuesta de Reglamento sobre los Proveedores Europeos de Servicios de financiación participativa (PSFP). Continúa la autora el capítulo “Normas de la Unión Europea potencialmente aplicables al crowdfunding de inversión” haciendo referencia a la normativa potencialmente aplicable en su caso durante el periodo anterior a la promulgación del Reglamento, destacándose entre ellos la Directiva 2000/71/EC si bien no aplicable a ofertas de valores con un importe total inferior a 5.000.000 de Euros, no requiriendo folleto para aquellas ofertas inferiores a 100.000 euros y permitiendo que las legislaciones nacionales se aplicaran a los supuestos de ofertas entre 100.000 y 5.000.000 euros. Destaca asimismo que el Reglamento 2017/1129/EU no será de aplicación a las ofertas públicas de valores inferiores a 1.000.000 en un periodo de 12 meses, así como la posibilidad de que eximan los Estados miembros de la obligación de publicar un folleto cuando el importe total de la oferta en un periodo de 12 meses sea inferior a 8 millones de euros.

³⁵⁴ Artículo 51 del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo de 7 de octubre de 2020

³⁵⁵ Artículo 48.1 del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo de 7 de octubre de 2020

³⁵⁶ Ver PALÁ LAGUNA, R., "Nuevo régimen de los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas: el Reglamento (UE) 2020/1503, de 7 de octubre", Análisis Gómez Acebo y Pombo, | Octubre 2020, https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2020/10/Nuevo_Regimen_proveedores_europeos.pdf, fecha de acceso 17 de junio de 2023: “De ahí que la principal exclusión del ámbito objetivo de aplicación de este reglamento sean las ofertas de financiación participativa cuyo importe sea superior a cinco millones de euros, calculado en un periodo de doce meses (art. 2). Para las ofertas por debajo de este umbral, es de aplicación el Reglamento

Como acertadamente ha destacado la doctrina, el Reglamento no acomete una regulación completa del fenómeno del *crowdfunding* incluyendo los instrumentos o relaciones contractuales, sino que se enfoca principalmente en los aspectos relativos a los proveedores de servicios de financiación participativa en cuanto a su régimen de autorización y los servicios prestados por estos³⁵⁷.

El artículo 1 del Reglamento (UE) 2020/1503 establece el objeto y ámbito de aplicación del mismo al establecer en su apartado 1 como objeto de la regulación el establecimiento de requisitos objetivos para “la prestación de servicios de financiación participativa, la organización, la autorización y la supervisión de los proveedores de servicios de financiación participativa, la explotación de plataformas de financiación participativa y la transparencia y las comunicaciones publicitarias en relación con la prestación de servicios de financiación participativa en la Unión”.

Se excluye de la regulación del Reglamento, conforme al artículo 1.2, a los servicios de financiación participativa que se presten a promotores de proyectos que sean consumidores; los servicios relacionados con los definidos en el artículo 2, apartado 1, letra a), y que se presten de conformidad con el Derecho nacional; y a las ofertas de financiación participativa cuyo importe sea superior a 5 millones de euros, calculado a lo largo de un período de 12 meses. El cálculo de la cuantía de los 5 millones de euros viene determinado por la suma del importe total de las ofertas de valores negociables e instrumentos admitidos para la financiación participativa y las cantidades obtenidas mediante préstamos y el importe total de las ofertas de valores negociables realizadas al público por el promotor del proyecto en su calidad de oferente de conformidad con la excepción prevista en el artículo 1, apartado 3, o en el artículo 3, apartado 2, del Reglamento (UE) 2017/1129³⁵⁸. Conviene destacar que en la propuesta original del

de 7 de octubre del 2020 y no la MiFID II (Directiva 2014/65/UE), aunque el servicio de colocación de valores mobiliarios y recepción y transmisión de órdenes de clientes sea prestado por los proveedores de servicios de financiación participativa”.

³⁵⁷ Ver en este sentido RODRIGUEZ MARTINEZ, I., “Claves de la reforma del modelo español de financiación participativa”, *Anuario de Capital Riesgo 2021*, pp.59-100, p.65, la cual entiende que “No ofrece, sin embargo, el legislador comunitario una regulación completa del fenómeno de crowdfunding o financiación participativa que abarque la actividad e instrumentos contractuales. A tal fin el Reglamento, tal y como establece en su artículo 1.1, se centra en regular el régimen de creación y reconocimiento de los proveedores del servicio en cuanto intermediarios, y más concretamente los requisitos relativos a su organización, autorización y supervisión, así como también el régimen de prestación de los servicios por los proveedores del servicio, esto es, la explotación de las plataformas, la transparencia y las comunicaciones publicitarias.”

³⁵⁸ Artículo 2.1 c) del Reglamento (UE) 2020/1503.

Reglamento la cantidad era de 1 millón de euros calculado en un periodo de 12 meses ya que era la cantidad a partir de la cual se requería la elaboración de un folleto, si bien posteriormente se optó por la cantidad de los 5 millones, ya que las ofertas hasta dicho importe siguen estando exentas de la obligación de publicar un folleto³⁵⁹.

La regulación del artículo 2.1 a) del Reglamento (UE) 2020/1503 incluye dentro del concepto de servicios de financiación participativa tanto al *crowdfunding* de préstamos (*facilitación de préstamos*) como el *equity crowdfunding* (“valores negociables e instrumentos admitidos para la financiación participativa emitidos por los promotores de proyectos o por una entidad instrumental”)³⁶⁰.

Se ha de destacar la delegación de poderes en la Comisión para la adopción de actos delegados conforme a lo establecido en el artículo 44 del Reglamento, otorgándose los mismos para la adopción de los actos delegados del artículo 48.3 y con una limitación temporal por un período de 3 años (36 meses a partir del 9 de noviembre de 2020), si bien esta delegación en la Comisión puede revocarse en cualquier momento por el Parlamento Europeo o por el Consejo surtiendo efecto al mismo día siguiente de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea o en una fecha posterior indicada en ella sin afectar a la validez de los actos delegados que ya estén en vigor³⁶¹.

El Reglamento (UE) 2020/1503 establece, además, la modificación del Reglamento (UE) 2017/1129 sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE en su artículo 1, apartado 4 relativo a la excepción de la obligación de publicar un folleto para ciertos tipos de ofertas públicas de valores. Al mismo se añade la letra k) para incluir específicamente los supuestos de financiación participativa, estableciendo la citada letra que se excluye de la obligación de folleto a “una oferta de valores al público hecha por un proveedor de servicios de financiación participativa autorizado con arreglo al Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del

³⁵⁹ ESTEVAN DE QUESADA, C., “Crowdfunding financiero en la Unión Europea”, *cit.*, p.36.

³⁶⁰ Artículo 2.1 a) del Reglamento (UE) 2020/1503.

³⁶¹ Artículo 44 del Reglamento (UE) 2020/1503. Se establece, además, en los apartados 4,5 y 6 del citado artículo cierto proceso de adopción para los actos delegados ya que se requiere antes de la adopción de los mismos que la Comisión consulte a los expertos designados por cada Estado miembro conforme al Acuerdo interinstitucional de 13 de abril de 2016, que tan pronto como lo adopte lo notifique simultáneamente al Parlamento Europeo y al Consejo, y que los actos delegados entrarán en vigor si tras un plazo de tres meses a partir de su notificación ni el Parlamento ni el Consejo formule objeciones o si, antes plazo ambas informan a la Comisión de que no las formularán. El citado plazo de 3 meses se puede prorrogar por tres meses más a iniciativa del Parlamento Europeo o del Consejo.

Consejo, siempre que no supere el umbral establecido en el artículo 1, apartado 2, letra c), de dicho Reglamento”³⁶².

La promulgación del Reglamento europeo sobre la financiación participativa, con independencia del juicio que se haga sobre la adecuación de esta en ciertos aspectos de protección de los inversores, es a todas luces, una buena noticia. Se han destacado las ventajas derivadas de la armonización entre jurisdicciones para la creación de economías de escala y de creación de mercados más amplios, además de la consiguiente reducción de incertidumbre y costes para los emisores en operaciones de *crowdfunding* al no tener que enfrentarse a marcos jurídicos dispares³⁶³.

Si bien el Reglamento (UE) 2020/1503 establece un nivel alto de armonización entre los Estados miembros, complementado, además, por los diferentes reglamentos de ejecución y delegados, conviene recordar, como se ha destacado por la doctrina, que deja cierto espacio para la fragmentación de la regulación en los aspectos excluidos de su ámbito y aquellos que se hayan dejado a la discrecionalidad de la regulación de los Estados miembros³⁶⁴. Entre esas exclusiones destaca la relativa al *crowdfunding* cuando se trate de consumidores (por ejemplo, el prestamista sea un consumidor si bien se ha entendido justificado por tratarse de operaciones más sensibles)³⁶⁵.

Dispone el Reglamento la delegación en la Comisión de la adopción de las normas técnicas propuestas por la AEVM, que debía remitirlas a más tardar el 10 de noviembre de 2021³⁶⁶. Las mencionadas normas técnicas han cristalizado en los diferentes Reglamentos Delegados promulgados por la Comisión Europea, a los que haremos mención, donde corresponda, en los siguientes apartados.

Conviene destacar que dado que el presente trabajo no realiza un análisis de la financiación participativa relativa a las plataformas que ofertan préstamos, tampoco ni de

³⁶² Artículo 46 del Reglamento (UE) 2020/1503

³⁶³ LAZZARO, E., NOONAN, D., “A comparative analysis of US and EU regulatory frameworks of crowdfunding for the cultural and creative industries”, *International Journal of Cultural Policy*, 27(5), (2021), 590–606, Recurso electrónico, disponible en <https://scholarworks.iupui.edu/bitstream/handle/1805/28367/Lazzaro2021Comparative-AAM.pdf?sequence=1&isAllowed=y>, fecha de última consulta el 17 de junio de 2023, epígrafe 5.2 [Harmonization]

³⁶⁴ MACCHIAVELLO, E., “The Challenges Awaiting the European Crowdfunding Services Providers Regulation: Ready for Launch?”, *Nordic Journal of Commercial Law (NJCL)*, 2022, 2, Nov 15, 2022, pp.91-115, p.94, <https://journals.aau.dk/index.php/NJCL/article/view/7544/6267>,

³⁶⁵ MACCHIAVELLO, E., “The Challenges Awaiting the European”, *cit.*, p.95.

³⁶⁶ Artículo 7 del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo de 7 de octubre de 2020

estos, no se realizará, por tanto, el análisis del Reglamento Delegado (UE) 2022/2115 relativo a las normas técnicas de regulación que especifican la metodología para calcular las tasas de impago de los préstamos ofrecidos en una plataforma de financiación participativa.

Establece el artículo 45.1 del Reglamento (UE) 2020/1503 que la Comisión, “previa consulta a la AEVM y la ABE”, y antes del 10 de noviembre de 2023 deberá presentar un informe al Parlamento Europeo y al Consejo sobre el propio Reglamento (UE) 2020/1503 y su aplicación, pudiendo acompañarlo, en su caso, de una propuesta legislativa³⁶⁷. El informe de la Comisión deberá evaluar los más relevantes aspectos a efectos de determinar la efectividad del Reglamento. Entre ellos se indican el funcionamiento del mercado de financiación participativa incluyendo el análisis sobre las tendencias de estas; la supervisión, el número de proveedores de servicios de financiación participativa autorizados; y la interacción de este Reglamento con otra regulación relevante³⁶⁸. El informe deberá, además, analizar si el ámbito de aplicación de los servicios es el adecuado teniendo en consideración las ofertas de financiación participativa excluidas, es decir, aquellas superiores a 5 millones de euros en un periodo de 12 meses, así como el uso de instrumentos admitidos a efectos de financiación participativa. El informe sobre este último punto será especialmente relevante, puesto que permitirá conocer el nivel real de utilización, como objeto de las ofertas en este ámbito, de las participaciones de sociedades de responsabilidad limitada que reúnan determinados requisitos, dado que el art. 1.2 del Reglamento remite la decisión de admitirlas o no, en cada caso, a la autoridad competente para autorizar a los proveedores de servicios de financiación participativa de cada Estado miembro)³⁶⁹.

Otros factores para analizar en el informe incluirán si el ámbito de aplicación de los servicios contemplados continúa siendo adecuado tomando en consideración el potencial desarrollo de modelos de negocio donde se dé intermediación de derechos de crédito, tales como “la cesión o venta de préstamos a inversores terceros a través de plataformas de financiación participativa”³⁷⁰. Revisará, además, si son necesarias adaptaciones de las definiciones del Reglamento, así como la eficacia de los mecanismos

³⁶⁷ Artículo 45.1 del Reglamento (UE) 2020/1503.

³⁶⁸ Artículo 45.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

³⁶⁹ Artículos 45.2 b) y c), 1.2 c) y 2.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

³⁷⁰ Artículo 45.2 d) del Reglamento (UE) 2020/1503

de protección del inversor³⁷¹. Analizará también los siguientes aspectos: la adecuación en relación “a la gobernanza, el cumplimiento y la divulgación de información para la gestión individualizada de carteras de préstamos y teniendo en cuenta que se prestan servicios similares para los valores negociables de conformidad con la Directiva 2014/65/UE”³⁷²; el impacto sobre el del mercado interior de la Unión para estos servicios así como los efectos en el acceso a la financiación; la innovación tecnológica desarrollada en este sector y el desarrollo de nuevos modelos; la adecuación de los requisitos prudenciales; la valoración de si modificaciones relativas a los requisitos sobre la información a o las medidas de protección de los inversores son necesarias; revisión de si las cantidades en las que un inversor no experimentado ha de recibir advertencia de riesgo, manifestar consentimiento y demostrar conocimientos son adecuadas e efectos de alcanzar los objetivos Reglamento; así como “el efecto de las lenguas aceptadas por las autoridades competentes”³⁷³.

El informe incluirá, además, el uso realizado de los tablones de anuncios para potenciales intercambios/transmisiones de valores; los efectos de las legislaciones nacionales sobre comunicaciones publicitarias en la prestación de servicios y protección de inversores; información relativa a la aplicación de sanciones y otras medidas administrativas así como si es necesaria una mayor armonización; análisis sobre la aplicación de las normativas nacionales sobre blanqueo de dinero o financiación del terrorismo y la necesidad de incluir a los proveedores en los obligados a efectos de la Directiva (UE) 2015/849; la posibilidad de autorizar a proveedores de servicios de terceros países a prestar servicios; y análisis de la cooperación entre las autoridades competentes y la AEVM y la idoneidad de estas a efectos de supervisión³⁷⁴.

Además, el informe versará sobre la posibilidad de promover proyectos de carácter sostenible e innovador y la posibilidad de utilizar para ello fondos de la Unión; incluirá información relativa al número total y la cuota de mercado de los proveedores de servicios autorizados en el año, así como la información por Estado miembro sobre las prestaciones transfronterizas de servicios de financiación participativa³⁷⁵. Los últimos aspectos a incluir en el informe serán la cuota que representan estos servicios en el

³⁷¹ Artículo 45.2 e) del Reglamento (UE) 2020/1503

³⁷² Artículo 45.2 f) del Reglamento (UE) 2020/1503

³⁷³ Artículo 45.2 g), h), i), j), k) y l) del Reglamento (UE) 2020/1503

³⁷⁴ Artículo 45.2 m), n), o), p), q) y r) del Reglamento (UE) 2020/1503

³⁷⁵ Artículo 45.2 s), t), y u) del Reglamento (UE) 2020/1503

mercado mundial y en el mercado financiero de la Unión; los costes soportados por los proveedores de servicios para el cumplimiento de los preceptos legales del Reglamento representado como porcentaje de los costes operativos de estos; las retiradas de inversiones acontecidas durante el periodo de reflexión y la cuota de estas en relación al volumen total de inversiones así como si con base a esta información se entiende que el periodo es adecuado, tanto a efectos de eficacia para la captación de capital como de la protección de inversores; información, número y cuantía, relativa a las multas y sanciones impuestas; así como análisis de los comportamientos fraudulentos identificados por los diferentes actores de la financiación participativa, es decir, inversores, proveedores y terceros³⁷⁶. Parece interesante que se haya omitido en este último inciso la referencia explícita a los emisores o a los promotores de proyectos, los cuales no son en sí terceros y es claro que pueden incurrir igualmente en comportamientos fraudulentos.

2.3 La Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión

Se establece en el Considerando II del Preámbulo de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (Ley 6/2023 en adelante) que la Ley 6/2023 transpone la Directiva 2020/1504 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020 la cual excluye del ámbito de aplicación de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE, a las personas jurídicas autorizadas como proveedores de servicios de financiación participativa en virtud del Reglamento (UE) n.º 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva 2019/1937.” Aclara además el citado considerando que los requisitos uniformes para la prestación de servicios de financiación participativa, la organización y la autorización y la supervisión de los proveedores de servicios de financiación participativa se encuentran regulados por el

³⁷⁶ Artículo 45.2 v), w), x), y) y z) del Reglamento (UE) 2020/1503

Reglamento (UE) n.º 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020³⁷⁷.

A efectos de instrumentos regulados en la Ley 6/2023 que puedan resultar de interés para la financiación participativa cabe destacar que la citada ley ha desarrollado el régimen equivalente a las SPAC (*special purpose acquisition company*) o sociedades cotizadas con propósito para la adquisición. Este instrumento consiste en la “constitución de una sociedad cotizada que capta inversiones y cuyo objeto social exclusivo es la identificación de una empresa, generalmente no cotizada y con alto potencial de crecimiento, en un plazo de tiempo determinado y a la que finalmente adquiere”³⁷⁸. Se configura como “un mecanismo alternativo a la salida a bolsa tradicional, especialmente interesante para empresas en desarrollo ya que favorece la diversificación de fuentes de financiación”³⁷⁹.

La regulación de esta figura es interesante dado que puede acabar siendo la adquirente de las entidades que hayan hecho uso de la financiación participativa para obtener capital y se encuentren en un momento de expansión. Por esta vía podrían ser adquiridas y convertirse a su vez en cotizadas de una manera más sencilla. Precisamente por esta posibilidad y otras, la regulación del régimen de las SPAC aconseja una reforma en la Ley de Sociedades de Capital para asegurar la protección de los inversores en estas y especialmente de aquellos que ostenten posiciones minoritarias³⁸⁰. A tal efecto, disposición final sexta modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, introduciendo un nuevo Capítulo en el Título XIV para introducir el régimen aplicable a las sociedades cotizadas con propósito para la adquisición (SPAC)³⁸¹.

La disposición final décima de la Ley 6/2023 modifica la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, si bien en cuanto a la adaptación del régimen sancionador en materia de titulizaciones a la normativa europea y no, por tanto, en cuanto al régimen de la financiación participativa en sí que aquí nos ocupa³⁸². Conviene además destacar que el artículo 125 de dicha Ley establece en su apartado

³⁷⁷ Considerando II del Preámbulo de la Ley 6/2023

³⁷⁸ Considerando IV del Preámbulo de la Ley 6/2023

³⁷⁹ Considerando IV del Preámbulo de la Ley 6/2023

³⁸⁰ Considerando IV del Preámbulo de la Ley 6/2023

³⁸¹ Considerando VI del Preámbulo de la Ley 6/2023

³⁸² Considerando VI del Preámbulo de la Ley 6/2023

tercero que “no se considerarán servicios ni actividades de inversión los servicios de financiación participativa recogidos en el artículo 2.1.a) del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020”³⁸³.

3. Organismos de control y supervisión

3.1 Comisión Nacional del Mercado de Valores

El Reglamento (UE) 2020/1503 define qué ha de entenderse por “autoridad competente” a sus efectos. Entiende como tal “la autoridad o las autoridades designadas por un Estado miembro” de conformidad con el proceso establecido por el propio Reglamento en su artículo 29³⁸⁴. La Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el caso español, es el organismo específico que se encuentra al frente de la supervisión, autorización y registro de las anteriores plataformas de financiación participativa y de los actuales proveedores de servicios de financiación participativa. Tal designación se realiza en el artículo 49 de la Ley 5/2015, en su redacción tras la Ley 18/2022, cumpliendo el requisito establecido en el artículo 29 del Reglamento (UE) 2020/1503. Este último precepto requiere que los Estados miembros designen a las autoridades competentes responsables de desempeñar las funciones y obligaciones previstas en el presente Reglamento y que informen de ello a la AEVM³⁸⁵. De haber designado el legislador español más de una autoridad competente (por ejemplo, el Banco de España, respecto a la autorización a los proveedores de servicios de financiación participativa que prestaran el servicio de facilitación de la concesión de préstamos), habría que haber determinado las respectivas funciones y designar a uno como punto de contacto único para cooperación administrativa. Sin embargo, el legislador español ha optado por no hacer uso de esta facultad y solo ha designado como autoridad competente a la CNMV. La CNMV junto con las otras autoridades competentes figura incluida en la lista que la AEVM ha de publicar en su sitio web³⁸⁶.

³⁸³ Artículo 125 de la Ley 6/2023

³⁸⁴ Artículo 2.1 r) del Reglamento (UE) 2020/1503

³⁸⁵ Artículo 29 del Reglamento (UE) 2020/1503

³⁸⁶ Artículo 29.3 del Reglamento (UE) 2020/1503.

A tal efecto disponía la Ley 5/2015, en su redacción anterior a la Ley 18/2022, que la CNMV era la encargada de autorizar e inscribir en su registro correspondiente a las plataformas de financiación participativa, requiriendo para la citada inscripción previo informe preceptivo y vinculante del Banco de España³⁸⁷. La referencia en la regulación anterior a 2022 a la CNMV como autoridad competente en materia de plataformas de financiación era mucha más limitada y concisa. Sin embargo, la regulación actual es mucho más prolija. Se establece que la CNMV es la autoridad nacional competente responsable de desempeñar las funciones y obligaciones previstas en el Reglamento (UE) 2020/1503 y establece las funciones de su competencia al respecto³⁸⁸. Se incluye, además, una referencia de carácter más general a la regulación específica del mercado de valores al establecer que la CNMV ostenta las facultades generales que le atribuye del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores y en el resto del ordenamiento jurídico, a las que se le añaden otras específicas para esta materia³⁸⁹. Conviene mencionar que tal referencia al Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores debe entenderse realizada en la actualidad a la Ley 6/2023.

La CNMV, en materia de *investigación*, se encuentra facultada para exigir información y documentos a los proveedores de servicios de financiación participativa y a terceros designados para desempeñar funciones en relación con la prestación de servicios de financiación participativa, y a las personas físicas o jurídicas que los controlan o que son controladas por ellos. Se establece, además, la facultad para exigir la información a los auditores y a los directivos de los proveedores de servicios de financiación participativa, y de los terceros designados para desempeñar funciones en relación con la prestación de servicios de financiación participativa.

Si bien las mencionadas facultades son evidentemente necesarias para el adecuado y diligente desempeño de sus funciones, resulta especialmente llamativa las facultades referidas en el último de los apartados. En este sentido, se permite que la CNMV lleve a cabo inspecciones o investigaciones *in situ* en locales que no sean el domicilio particular de personas físicas, así como acceder a los locales para acceder a documentos o datos de cualquier tipo “cuando existan sospechas razonables de que se guardan en ellos documentos u otras informaciones relacionadas con el objeto de una inspección o

³⁸⁷ Artículo 53 redacción original de la Ley 5/2015.

³⁸⁸ Artículo 49.1 de la Ley 5/2015 en su redacción dada por la Ley 18/2022

³⁸⁹ Artículo 49.2 de la Ley 5/2015 en su redacción dada por la Ley 18/2022

investigación que pudieran ser relevantes para demostrar una infracción del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020³⁹⁰.

En materia de *supervisión* de proveedores de servicios/plataformas de financiación participativa, se faculta a la CNMV, además, a llevar a cabo nueve funciones específicas³⁹¹. Está facultada para suspender de ofertas de financiación participativa por un período máximo de diez días hábiles consecutivos, de existir sospechas fundadas de que se ha infringido el Reglamento (UE) 2020/1503, así como para prohibir o suspender las comunicaciones publicitarias por un período máximo de diez días hábiles consecutivos en esos mismos casos. Se permite que se suspenda la prestación de servicios de financiación participativa por un período máximo de diez días hábiles consecutivos, o exigir que lo haga el proveedor de servicios de financiación participativa, de existir las citadas sospechas. Se habilita a la CNMV, si se descubre una infracción del Reglamento (UE) 2020/1503, para prohibir una oferta de financiación participativa o la prestación de los servicios, extendiéndose la facultad de prohibición de la oferta de financiación participativa a aquellos casos en que se tengan sospechas fundadas de que se va a infringir el Reglamento (UE) 2020/1503. Se permite, además, hacer público el hecho de que un proveedor de servicios de financiación participativa, o el tercero designado por este para externalizar la gestión de tales servicios, no cumplen sus obligaciones, así como revelar toda la información importante que pueda afectar a la prestación de servicios de financiación participativa, o exigírselo al proveedor de servicios de financiación participativa o al tercero con el fin de garantizar la protección del inversor o el buen funcionamiento del mercado.

En la misma línea de protección de los inversores, se faculta a la CNMV a suspender la prestación de servicios de financiación participativa o exigírselo al proveedor de servicios o al tercero designado en los casos en que la CNMV considere que la situación del proveedor de servicios de financiación participativa es tal que la prestación de servicios de financiación participativa sería perjudicial para los intereses de los inversores. Por último, se habilita a la CNMV a transferir los contratos vigentes a otro proveedor de servicios de financiación participativa en el caso de que se revoque la autorización del proveedor de servicios de financiación participativa previo acuerdo de

³⁹⁰ Artículo 49.3 de la Ley 5/2015 en su redacción dada por la Ley 18/2022.

³⁹¹ Artículo 49.4 de la Ley 5/2015 en su redacción dada por la Ley 18/2022.

los clientes y del proveedor de servicios de financiación participativa receptor. Se requiere para la implementación de este artículo a la CNMV a publicar en un plazo de nueve meses desde la publicación de la ley una guía en la que se detalle el proceso de cesión de los contratos incluyendo el criterio de elección de la plataforma de financiación participativa cesionaria.

El Reglamento (UE) 2020/1503 contiene la misma regulación adoptada por la nueva redacción de la Ley 5/2015, dada por la Ley 18/2022, en relación con facultades que las autoridades competentes han de tener en materia de investigación y supervisión, si bien con la salvedad, relativa a facultades en materia de supervisión, de que cualquier medida que sea adoptada debe ser proporcionada, debidamente justificada y adoptada de conformidad con el artículo 40 del Reglamento (UE) 2020/1503. El Reglamento, además, permite a las autoridades competentes poder solicitar a la autoridad judicial pertinente que resuelva sobre el ejercicio de las facultades de inspección y supervisión. Deben velar los Estados miembros por que las autoridades competentes dispongan de todas las facultades de supervisión e investigación necesarias para el desempeño de sus funciones. Las facultades de inspección y supervisión se podrán ejercitar a) directamente; b) en colaboración con otras autoridades; c) mediante delegación en otras autoridades, pero bajo su responsabilidad; o d) mediante solicitud a las autoridades judiciales competentes³⁹².

Para el caso de proveedor de servicios cesionario de contratos vigentes, se autorizará a este a la prestación de los servicios en el mismo Estado miembro en que se autorizó al proveedor de servicios de financiación participativa original³⁹³. Resulta muy interesante la exención de responsabilidad a la persona física o jurídica que comunique información a la autoridad competente y entiende que la misma no infringe ninguna restricción contractual o legal, reglamentaria o administrativa en materia de revelación de información³⁹⁴.

Se requiere, además, a la CNMV que transmita a la AEVM la información confidencial y anual facilitada por los proveedores de servicios, en formato anonimizado, y en el plazo de un mes desde que esta se haya recibido. La AEVM deberá, además, elaborar y publicar en su sitio web estadísticas anuales agregadas relativas al mercado de

³⁹² Artículo 30 del Reglamento (UE) 2020/1503.

³⁹³ Artículo 30.4 del Reglamento (UE) 2020/1503

³⁹⁴ Artículo 30.7 del Reglamento (UE) 2020/1503

la financiación participativa en la Unión³⁹⁵. En materia de protección de datos de carácter personal, las autoridades competentes, es decir, la CNMV en el caso español, han de ejercer tales funciones de conformidad con el Reglamento (UE) 2016/679.

Se autoriza a las autoridades competentes, cuando estas sospechen que el proveedor de servicios o los terceros que tengan funciones delegadas han cometido irregularidades o incumplido sus obligaciones, a notificarlo a la autoridad competente que haya concedido la autorización y a la AEVM³⁹⁶. Si a pesar de las medidas adoptadas, el prestador de servicios o los terceros continúan infringiendo sus obligaciones, la autoridad competente del Estado miembro donde se presten los servicios de financiación participativa, en el caso español la CNMV, deberá tomar las medidas adecuadas, una vez haya informado a la autoridad competente que haya concedido la autorización, para proteger a los inversores debiendo, además, informar a la Comisión y a la AEVM. De no estar una de las autoridades competentes, de acuerdo con las medidas adoptadas por la autoridad competente del Estado donde se presten los servicios, se podrá someter el asunto a la AEVM y esta actuará de acuerdo con las competencias atribuidas en Reglamento (UE) n. o 1095/2010 de creación de esta, en particular la disposición sobre solución de diferencias entre las autoridades competentes en situaciones transfronterizas. Se establece, además, la necesidad de que los Estados miembros velen por que las decisiones de las autoridades competentes sean adecuadamente motivadas y puedan ser objeto de recurso judicial³⁹⁷.

Se prevé asimismo que las autoridades competentes establezcan procedimientos de reclamaciones ante estas infracciones cometidas por los proveedores de servicios de financiación participativa. Se aclara además que las reclamaciones serán aceptadas por escrito o en formato electrónico y bien en una lengua oficial del Estado miembro o en una lengua aceptada por las autoridades competentes. Se requiere que en el sitio web de las autoridades competentes, CNMV en el caso español, la información sobre los procedimientos de reclamación se encuentre disponible, además de requerir que esta se comunique a la AEVM y esta a su vez publique en su sitio web las referencias a las secciones de los sitios web donde figura la información sobre reclamaciones³⁹⁸.

³⁹⁵ Artículo 16.2 del Reglamento (UE) 2020/1503

³⁹⁶ Artículo 37 del Reglamento (UE) 2020/1503

³⁹⁷ Artículo 41 del Reglamento (UE) 2020/1503.

³⁹⁸ Artículo 38 del Reglamento (UE) 2020/1503.

Se requiere que las autoridades nacionales competentes publiquen y actualicen en sus sitios web las disposiciones de su legislación nacional que resulten aplicables a las comunicaciones publicitarias de los proveedores de servicios de financiación participativa³⁹⁹. A efectos de la definición de “comunicaciones publicitarias” se debe acudir al artículo 2.1 o) del Reglamento (UE) 2020/1503: “toda información o comunicación de un proveedor de servicios de financiación participativa a un inversor potencial o promotor potencial de un proyecto relativa a los servicios prestados por dicho proveedor, distinta de la información que se ha de facilitar al inversor en cumplimiento del presente Reglamento”.

Las autoridades nacionales competentes deberán publicar y mantener actualizadas en sus sitios web las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas nacionales aplicables a las comunicaciones publicitarias y serán, además, las encargadas de que los proveedores de servicios de financiación participativa apliquen dichas disposiciones. También deberán notificar a la AEVM estas disposiciones y facilitar un resumen de estas en una lengua habitual en el campo de las finanzas internacionales. Siendo posiblemente la lengua más común en este sentido el inglés. Deberá la CNMV, como autoridad competente española notificar a la AEVM de cualquier cambio que se produzca en la información facilitada y proporcionar un resumen actualizado⁴⁰⁰. La AEVM deberá publicar el resumen actualizado, si bien no será responsable de la información de este, así como los hipervínculos a los sitios web de las autoridades competentes.

Las autoridades competentes son, además, los puntos de contacto único para la información relativa a comercialización. En el Reglamento (UE) 2020/1503 se encomienda a la AEVM elaborar proyectos de normas técnicas de ejecución relativos a estas materias. En cumplimiento de este mandato, se promulgó el Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2123 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se establecen normas técnicas de ejecución para la aplicación del Reglamento (UE) 2020/1503 en lo que respecta a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la notificación de los requisitos nacionales de comercialización aplicables a los proveedores de servicios de financiación participativa por parte de las autoridades competentes a la AEVM, que

³⁹⁹ Artículo 28.1 del Reglamento (UE) 2020/1503

⁴⁰⁰ Artículo 28, apartados 2 y 3, del Reglamento (UE) 2020/1503

entró en vigor a los veinte días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea⁴⁰¹.

El citado Reglamento determina que la AEVM comunicará a las autoridades competentes los datos de contacto, incluyendo dirección electrónica, para realizar las notificaciones relativas a las disposiciones sobre comunicaciones publicitarias, debiendo notificar las autoridades competentes el resumen de estas en un plazo de dos meses a contar desde el 28 de noviembre de 2022, así como de producirse algún cambio en estas antes de la fecha de aplicación del cambio en el Estado miembro correspondiente. La notificación sobre las disposiciones aplicables a las comunicaciones publicitarias se deberá realizar por parte de las autoridades competentes conforme a la plantilla I del Anexo del Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2123.

Esta requiere que se incluya, conforme a la sección A, información general relativa a la fecha de la notificación, Estado miembro que la presenta, autoridad competente, domicilio social, datos de la persona responsable de la notificación, nombre, teléfono y correo electrónico⁴⁰². Además, se incluirá la información requerida en la sección B del Anexo I relativa al tipo de medida nacional, aclarando si esta es una disposición legal, reglamentaria o administrativa, el nombre oficial en la lengua original de la disposición notificada aplicable a las comunicaciones publicitarias de los proveedores de servicios de financiación participativa, la traducción de esta a una lengua habitualmente usada en el ámbito de las finanzas internacionales, como el inglés, la fecha de entrada en vigor, hipervínculo a la web oficial del Estado miembro donde se encuentre publicada tal disposición, el resumen de esta así como opcionalmente otra información adicional⁴⁰³. Así mismo y conforme al artículo 3.2 del Reglamento de Ejecución 2022/2123, se deberá notificar la modificación de las disposiciones y para ello se utilizará la plantilla contenida en el Anexo II. La misma contiene en su sección A iguales requisitos de información general a la sección A del Anexo I y la información de la sección B es similar a la del Anexo I con la diferencia de que se incluirá la fecha de adopción de la disposición legal facilitada inicialmente, así como la fecha de entrada en vigor de la que modifique a la disposición comunicada inicialmente y el resumen de la disposición en su versión actualizada. De no estar las autoridades competentes encargadas de la supervisión

⁴⁰¹ Artículo 4 del Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2123.

⁴⁰² Artículo 3.1 del Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2123 y Anexo I Sección A

⁴⁰³ Anexo I Sección B del Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2123

y garantía de las disposiciones relativas a las comunicaciones publicitarias deberán incluir en sus sitios web los datos de contacto donde se pueda obtener tal información⁴⁰⁴.

Las autoridades competentes también deberán informar a la AEVM, por lo menos anualmente de las medidas de ejecución adoptadas durante el año anterior en relación con las comunicaciones publicitarias⁴⁰⁵. Tal informe anual deberá incluir información relativa al número total de medidas de ejecución adoptada, los resultados de estas, incluyendo los tipos de sanción o medidas correctivas y de ser posible ejemplos de las acciones realizadas por las autoridades competentes en casos de incumplimiento por parte de los proveedores de servicios⁴⁰⁶.

Dispone, además, el artículo 31 del Reglamento (UE) 2020/1503 que las autoridades competentes deberán colaborar, intercambiar información y cooperar en las actividades que han de desempeñar a saber investigación, supervisión y control del cumplimiento. Para aquellos Estados que establezcan sanciones penales derivadas de infracciones del Reglamento (UE) 2020/1503, estos deberán asegurar que las autoridades competentes ostenten las facultades necesarias para contactar con las autoridades judiciales, las fiscales o las de justicia penal y obtener información sobre los procedimientos penales, así como para facilitar esta, a las autoridades competentes de otros Estados y a la propia AEVM. No se ha establecido por la legislación española por el momento medidas penales para la infracción del Reglamento (UE) 2020/1503.

Con carácter excepcional se permite denegar información o cooperación a otra autoridad competente si bien solo en el caso de que de facilitar la información tenga un impacto negativo en la propia función de investigación incluida penal o de control, o en el caso que existan abiertos procesos judiciales o se hubiera dictado sentencia firme en relación con los mismos responsables y los mismos hechos en el Estado que ha de facilitar la información. Fuera de las excepciones mencionadas impone el artículo 31.3 que las autoridades competentes deben proporcionar previa solicitud y sin demora cualquier información requerida a los efectos del propio Reglamento (UE) 2020/1503.

Se establece, además, que la autoridad competente de un Estado puede solicitar en curso de inspecciones *in situ* o investigaciones la ayuda y cooperación de la autoridad competente de otro Estado miembro, e informara a la AEVM de estas peticiones. En los

⁴⁰⁴ Artículo 28.4 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁴⁰⁵ Artículo 28.8 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁴⁰⁶ Artículo 28.8 del Reglamento (UE) 2020/1503.

casos en que una autoridad recibe la petición de realizar una investigación o inspección *in situ* podrá bien realizar ella misma la investigación o inspección *in situ*, bien permitir a la autoridad competente ser parte o incluso realizar ella misma la investigación o inspección *in situ*, bien nombrar auditores o expertos para que las lleven a cabo o compartir tareas específicas con las otras autoridades competentes. En el caso en que se retrase irrazonablemente o se rechace o deniegue o una petición de cooperación a las autoridades competentes podrán estas comunicarlo a la AEVM y esta podrá actuar de acuerdo con las competencias que le confiere el artículo 19 del Reglamento (UE) n. o 1095/2010 relativo a la solución de diferencias entre las autoridades competentes en situaciones transfronterizas.

Al igual que en otros preceptos del Reglamento (UE) 2020/1503, disponen los apartados 8 y 9 del artículo 31 que la AEVM elaboraría los proyectos de normas técnicas de regulación relativos a especificar la información a intercambiar por las autoridades competentes, así como los modelos y formularios para esa cooperación e intercambio de información, que debían ser remitidos a la Comisión antes del 10 de mayo de 2022, teniendo esta, poderes delegados para su adopción. Se requiere a las autoridades competentes que coordinen sus actividades a efectos de “detectar y subsanar las infracciones” del Reglamento, con la intención además de que la colaboración se extienda a la interpretación, al establecimiento de buenas prácticas y así como evaluaciones interjurisdiccionales en caso de desacuerdo. La regulación relativa a la cooperación entre las autoridades competentes va un paso más y establece la posibilidad de que cuando se identifique, o se tengan sospechas de que, se han incumplido requisitos del Reglamento, se comunique a la autoridad competente sobre la entidad infractora.

La Comisión Europea promulgó a tal efecto el Reglamento Delegado (UE) 2022/2113 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación para el intercambio de información entre las autoridades competentes en relación con las actividades de investigación, supervisión y control del cumplimiento con respecto a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, el cual entró en vigor a los veinte días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea conforme al artículo 3⁴⁰⁷.

⁴⁰⁷ Artículo 3 Reglamento Delegado (UE) 2022/2113.

Se ha de destacar, además, la publicación del Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2122 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se establecen normas técnicas de ejecución para la aplicación del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la cooperación y el intercambio de información entre las autoridades competentes en relación con los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas y que, en virtud de su artículo 11, entró en vigor a los veinte días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea⁴⁰⁸.

Es evidente, como se ha puesto de manifiesto por la doctrina, la necesidad de una revisión de las estructuras institucionales, así como de los recursos a efectos de poder enfrentar las recientes innovaciones tecnológicas disruptivas y los cambios de modelos productivos⁴⁰⁹. Convendría por ello si no sería necesario en este punto adaptar los actuales organismos de supervisión para hacerlos más ágiles y efectivos, y menos burocráticos ante las cambiantes dinámicas y circunstancias.

3.2 Autoridad Europea de Valores y Mercados

El Reglamento (UE) 2020/1503 no solo atribuye funciones a las autoridades competentes, sino que, como hemos visto, atribuye sustanciales funciones también a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM). Entre otras funciones de control y supervisión atribuidas a la AEVM dispone el artículo 16.3 del Reglamento (UE) 2020/1503 que la AEVM deberá elaborar proyectos de normas técnicas de ejecución para establecer las normas y formatos de los datos, plantillas y procedimientos para la información que los proveedores de servicio han de proporcionar anualmente a las autoridades competentes debiendo remitirse estos proyectos a la Comisión Europea a más tardar el 10 de noviembre de 2021, estando está facultada para adoptar las normas técnicas de ejecución.

⁴⁰⁸ Artículo 11 del Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2122

⁴⁰⁹ GONZÁLEZ CASTILLA, F., "El concepto de empresa y la aplicación del derecho de la competencia a los prestadores de servicios a través de plataformas digitales", *Competencia en mercados digitales y sectores regulados*, Dir. Jaume Martí Miravalls, 2021, Tirant Lo Blanch, Recurso electrónico, pp. 1-12, p.1. El autor se refiere principalmente en el contexto del derecho de la competencia y la aplicación de este a los prestadores de servicios a través de plataformas digitales, si bien sus valoraciones resultan igualmente aplicables y relevantes para el contexto de la financiación participativa.

Se establece, además, en el Reglamento la necesidad de que la AEVM establezca un registro de todos los proveedores de servicios de financiación participativa, el cual será publicado en su sitio web y actualizado periódicamente. Deberá publicar la información relativa al nombre, la forma jurídica y, en su caso, el identificador de entidad jurídica del proveedor de servicios, la denominación comercial, la dirección postal y la dirección de internet de la plataforma de financiación participativa gestionada por el proveedor de servicios de financiación participativa; el nombre y la dirección de la autoridad competente que haya concedido la autorización y sus datos de contacto; información sobre los servicios de financiación participativa que esté autorizado a prestar; una lista de los Estados miembros en los que el proveedor de servicios de financiación participativa haya notificado su intención de prestar servicios; cualquier otro servicio prestado por el proveedor de servicios de financiación participativa y no regulado por el Reglamento; y toda sanción impuesta al proveedor de servicios de financiación participativa o a sus directivos⁴¹⁰. Como se ha señalado, “se reserva a la AEVM la llevanza del registro de proveedores de financiación participativa autorizados”⁴¹¹. Se centraliza por tanto el registro de los proveedores en la AEVM, de manera que mantener los registros previamente existentes en los Estados miembros parece implicar una duplicación innecesaria. A pesar de ello, el artículo 48 de la Ley 5/2015 configura como obligatoria (“serán inscritas”) la inscripción en el registro correspondiente de la CNMV de las plataformas de financiación participativa autorizadas en España.

Resulta también muy interesante como el artículo 2.4 del Reglamento (UE) 2020/1503 ordena a la AEVM que recopile, con carácter anual durante los dos primeros años de aplicación del reglamento, la información incluida en las fichas de los datos fundamentales de la inversión relativas a las restricciones a las que están sujetos los valores negociables o los instrumentos admitidos para la financiación participativa y la descripción de cualquier restricción a la negociación de estos y proceda a la comparación de la información con la proporcionada por los Estados con relación los tipos de sociedades de responsabilidad limitada y las participaciones de estas. Enviará la citada comparación a la Comisión para que esta proceda a la inclusión en su informe⁴¹².

⁴¹⁰ Artículo 14.1 y 2 del Reglamento (UE) 2020/1503. *Puede consultarse este registro en la siguiente dirección: <https://www.esma.europa.eu/document/register-crowdfunding-services-providers>*

⁴¹¹ Ver LOPEZ ORTEGA, R., "Las plataformas de financiación", *cit.*, p. 183.

⁴¹² Artículo 2.4 del Reglamento (UE) 2020/1503.

Establece, además, el artículo 8.7 del Reglamento que dentro de las normas técnicas de regulación a elaborar por la AEVM estas deberán referirse, asimismo, a los requisitos de establecer normas internas impuestos a los proveedores de servicios para evitar conflictos de intereses; las medidas de prevención para evitarlos, y las medidas de publicación y divulgación relativas a estos por parte de los proveedores. La AEVM, en los proyectos de normas técnicas, debe tener en cuenta “la naturaleza, la escala y la complejidad de los servicios de financiación participativa”.

Dada la existencia de diversas autoridades competentes, así como la AEVM, se regula su necesaria cooperación. Deberán cooperar estrechamente entre ellas a los efectos del Reglamento con el consiguiente necesario intercambio de información sin demora, extremo este, además, reforzado con una provisión expresa en el artículo 32.3. Además, se aclara que será la AEVM la que coordine en los supuestos de inspecciones *in situ* o investigaciones con efectos transfronterizos si así se solicita por alguna de las autoridades competentes.

En el caso de que el prestador de servicios realice otro tipo de actividades o preste otro tipo de servicios distintas de las de financiación participativa y autorizadas, se establece la necesaria cooperación entre las autoridades competentes y las autoridades de supervisión de esas otras actividades⁴¹³. Se ha de destacar, en este ámbito, la publicación del Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2121 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se establecen normas técnicas de ejecución para la aplicación del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la cooperación e intercambio de información entre las autoridades competentes y la AEVM en relación con los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas. El citado reglamento establece que las autoridades competentes, al igual que la AEVM, habrán de designar puntos de contacto para el intercambio de información y colaboración y deberán notificar a la AEVM los mismos, así como cualquier modificación de estos, debiendo la AEVM mantener una lista de estos y actualizarla cuando proceda⁴¹⁴.

A efectos de solicitud de información se establece la necesidad de que la autoridad competente solicitante y la AEVM hagan uso del modelo de formulario del Anexo I y que

⁴¹³ Artículo 33 del Reglamento (UE) 2020/1503

⁴¹⁴ Artículo 1 del Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2121

dirija este según proceda bien a la propia AEVM o a la autoridad competente, en la solicitud se especificarán los detalles de la información solicitada, así como la confidencialidad aplicable a esta. En casos urgentes, se permite que se formule la solicitud de información verbalmente, aunque posteriormente se solicite por escrito a menos que se acuerde otra cosa⁴¹⁵. De tenerse alguna duda sobre la información requerida o la cooperación necesaria se podrán solicitar las aclaraciones pertinentes bien verbalmente o por escrito, debiendo la autoridad requerida atender a esa solicitud de aclaración prontamente⁴¹⁶. La respuesta a la solicitud de información deberá realizarse en el formulario del Anexo III, aunque también podrá realizarse verbal y posteriormente confirmarse por escrito a menos que se acuerde otra cosa, y deberá realizarse sin demora tomando en consideración la información solicitada o la necesidad de coordinar con terceros, así como adoptar todas las medidas razonables para dar cumplimiento a la solicitud de cooperación⁴¹⁷.

El formulario que figura en el anexo IV del Reglamento de Ejecución 2022/2121 se utilizará en aquellos casos en que se solicite a la AEVM que coordine una inspección *in situ* o una investigación con efectos transfronterizos, debiendo las autoridades competentes en tales casos, facilitar a la AEVM lo antes posible toda la información necesaria. La AEVM podrá, además, en estos casos “crear un grupo temporal ad hoc para incluir a las autoridades competentes de los Estados miembros afectados por dicha inspección o investigación”. Se permite, además, la transmisión de información sin solicitud previa en aquellos casos en que la autoridad competente o la AEVM tengan información que pudiera ayudar a la AEVM o a una autoridad competente, en el desempeño de sus funciones. La información en estos casos en los que no hay solicitud previa se transmite, asimismo, a través del formulario del anexo III del Reglamento de Ejecución 2022/2121, a menos que la autoridad o AEVM que tramita la información considere que esta ha de enviarse urgentemente, en cuyo caso se permite como en los otros supuestos que se comunique verbalmente seguido de su confirmación escrita a menos que se acuerde otra cosa⁴¹⁸.

⁴¹⁵ Artículo 2.3 del Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2121

⁴¹⁶ Artículo 3.2 del Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2121

⁴¹⁷ Artículo 4 del Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2121

⁴¹⁸ Artículos 7 y 8 del Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2121

3.3 Autoridad Bancaria Europea

La Autoridad Bancaria Europea (ABE) tiene asignadas ciertas funciones en el marco de la regulación de *crowdfunding*. En este sentido, dispone el artículo 19.7 del Reglamento (UE) 2020/1503 que la ABE elaborará, en cooperación con la AEVM, unos proyectos de normas técnicas de regulación si bien orientados más hacia la propia evaluación de riesgo y elementos contables tales como los elementos y formato de la descripción del método utilizado para la calificación crediticia o la determinación de los precios de riesgo, la información y los factores a tener en cuenta cuando efectúen la evaluación del riesgo de crédito y la valoración del préstamo, los necesarios para garantizar que el precio de un préstamo que facilita es justo y “el contenido mínimo y la gobernanza de las políticas y los procedimientos que exige el presente artículo y el marco de gestión de riesgos [...]”⁴¹⁹. No se desarrollará con más detalle esta cuestión, dado que no son aquí objeto de estudio los servicios de financiación participativa de facilitación de la concesión de préstamos.⁴²⁰

4. Régimen de infracciones y sanciones en la regulación española de la financiación participativa

La actual regulación española contiene en el artículo 53 de la Ley 5/2015, en su redacción dada por la Ley 18/2022, el régimen de infracciones por incumplimiento de las obligaciones establecidas en el Reglamento (UE) 2020/1503. Se considerarán por tanto infracciones, con carácter general, aquellas que contravengan las obligaciones establecidas en 23 artículos del Reglamento, así como la falta de cooperación y desacato.

Los artículos del Reglamento cuya contravención conlleva una infracción abarcan casi la totalidad de las materias reguladas. Incluyen aspectos relativos a la prestación de servicios de financiación participativa, la gestión eficaz y prudente, los requisitos de diligencia debida, la gestión individualizada de carteras de préstamos, la tramitación de

⁴¹⁹ Dichos proyectos de normas técnicas fueron publicados por la ABE el 29 de abril de 2022 (EBA/RTS/2022/05). *Cfr. Final Report Draft Regulatory Technical Standards on credit scoring and pricing disclosure, credit risk assessment and risk management requirements for crowdfunding service providers under Article 19(7) Regulation (EU) 2020/1503.*

⁴²⁰ Artículo 45.1 del Reglamento (UE) 2020/1503

reclamaciones, el conflicto de interés, la externalización, la prestación de servicios de custodia de activos de clientes y de servicios de pago, los requisitos prudenciales, la autorización para operar como proveedor de servicios de financiación participativa, las actividades incluidas en la autorización, la supervisión, la comunicación de información por los proveedores de servicios de financiación participativa, la prestación transfronteriza de servicios de financiación participativa, la información a los clientes, la publicación de la tasa de impago, la prueba inicial de conocimientos y simulación de la capacidad de soportar pérdidas, el período de reflexión precontractual, la ficha de datos fundamentales de la inversión, la ficha de datos fundamentales de la inversión a nivel de plataforma, el tablón de anuncios, el acceso a los registros, los requisitos relativos a las comunicaciones publicitarias y la falta de cooperación o el desacato en relación con una investigación o una inspección o una solicitud.

Establece el artículo 53 en sus apartados segundo y tercero una triple clasificación de las infracciones en leves, graves y muy graves. Se considerarán muy graves cuando concurren ciertas circunstancias, siendo estas: 1) un alto grado de responsabilidad de la persona responsable, 2) que la infracción se haya extendido en el tiempo, 3) que se haya puesto en grave riesgo el funcionamiento del mercado o 4) que se hayan producido graves consecuencias para los intereses de los pequeños inversores. Se considerarán infracciones graves aquellas en las que no concurren las circunstancias antedichas y leves aquellas que no constituyan infracción grave o muy grave. Parece que la legislación actual no aporta suficientes criterios para distinguir aquellas que han de considerarse infracciones graves de las que han de considerarse leves. De hecho, tal vacío se pone de manifiesto en el propio régimen sancionador contenido en el artículo 54 donde no existe un precepto específico referida a las sanciones a imponer en caso de infracciones leves.

El artículo 54.1 de la Ley 5/2015 en la redacción introducida por la Ley 18/2022 establece el régimen sancionador de las infracciones muy graves. Dentro de las posibles sanciones a imponer por infracciones muy graves se indican las siguientes: a) multa, b) revocación de la autorización, c) prohibición de solicitar la autorización para operar como plataforma de financiación participativa por un plazo no inferior a un año ni superior a cinco, d) prohibición que impida a cualquier miembro del órgano de dirección de la persona jurídica responsable de la infracción o a cualquier otra persona física considerada responsable de la infracción ejercer funciones directivas en proveedores de servicios de

financiación participativa por plazo no superior a diez años. La cuantía de las multas que se puede llegar a imponer en los casos de infracciones muy graves varía, pudiendo ser la mayor de, bien el triple de los beneficios derivados de la infracción de poder determinarse, o en el caso de una persona jurídica, 700.000 euros, o el 7 por ciento de su volumen de negocios total durante el ejercicio previo o en el caso de una persona física, 700.000 euros.

Las infracciones caracterizadas como graves llevarán aparejadas la imposición de una o varias de las sanciones previstas en el artículo 54.2 de la Ley 5/2015 en la redacción dada por la Ley 18/2022. Las sanciones a imponer siguen el esquema de las establecidas para las infracciones muy graves a saber: “a) multa, [...] b) suspensión de la autorización para operar como plataforma de financiación participativa por un plazo no superior a un año, c) prohibición de solicitar la autorización para operar como plataforma de financiación participativa por un plazo no superior a un año, d) prohibición que impida a cualquier miembro del órgano de dirección de la persona jurídica responsable de la infracción o a cualquier otra persona física considerada responsable de la infracción ejercer funciones directivas en proveedores de servicios de financiación participativa por plazo no superior a un año”⁴²¹. La máxima cuantía para imponer en caso de infracciones graves será la mayor de bien el doble de los beneficios derivados de la infracción de poder determinarse, o en el caso de una persona jurídica, 500.000 euros, o el 5 por ciento de su volumen de negocios total durante el ejercicio previo, o en el caso de una persona física, 500.000 euros.

Tanto para las sanciones a imponer en caso de infracciones muy graves como graves se establece, tanto en el artículo 54.1 e) como en el 54.2 e), la posibilidad de que, junto con estas sanciones, se puedan adoptar ciertas medidas administrativas: “1.º Declaración pública en la que consten la persona física o jurídica responsable y la naturaleza de la infracción. 2.º Requerimiento dirigido a la persona física o jurídica para que ponga fin a su conducta infractora y se abstenga de repetirla”.

Se establece, además, una precisión en cuanto a qué ha de entenderse por volumen de negocios total anual cuando la persona jurídica sea una empresa matriz o una filial de una empresa matriz que deba elaborar cuentas consolidadas de conformidad con la Directiva 2013/34/UE entendiéndose que el mismo será el volumen de negocios total anual,

⁴²¹ Artículo 54.2 de la Ley 5/2015 en su redacción dada por la Ley 18/2022.

o el tipo de ingresos correspondientes, conforme a la legislación pertinente de la Unión Europea en materia de contabilidad, de acuerdo con las cuentas consolidadas disponibles más recientes aprobadas por el órgano de dirección de la empresa matriz última⁴²². Aclaración esta relevante en el ámbito de aplicación de las multas por infracciones muy graves y graves cuando se trate de persona jurídica ya que en estos casos se puede tratar del 7 o el 5 por ciento, respectivamente, del volumen de negocios total durante el ejercicio precedente, de acuerdo con los últimos estados financieros disponibles aprobados por el órgano de dirección. Por último, conviene mencionar que este régimen de infracciones y sancionador resulta de aplicación, asimismo, a las plataformas de financiación participativa no armonizadas por el Derecho de la Unión Europea⁴²³.

Ha de destacarse así mismo las disposiciones contenidas en el Reglamento (UE) 2020/1503 relativo a las sanciones administrativas, así como otras medidas que pueden adoptarse. Se dispone en este sentido que los Estados miembros, deberán velar por que las autoridades competentes estén dotadas de las facultades necesarias para imponer sanciones y otras medidas administrativas apropiadas, las cuales deberán ser efectivas, proporcionadas y disuasorias⁴²⁴.

Las normas relativas a sanciones administrativas o penales deberán ser notificadas a la Comisión y a la AEVM así cualquier modificación ulterior. Las autoridades competentes habrán de estar facultadas para adoptar como sanciones, al menos, una declaración pública en la que consten el responsable y la naturaleza de la infracción, un requerimiento dirigido al infractor a que cese la conducta infractora y no reincida, multas administrativas y/o la prohibición que impida a cualquier miembro del órgano de dirección de la persona jurídica responsable de la infracción o a cualquier otra persona física ejercer funciones directivas en proveedores de servicios de financiación participativa⁴²⁵. Este último aspecto vendría a suponer una “inhabilitación” de ejercer funciones directivas en proveedores de servicios de financiación participativa en caso de haber incurrido en una infracción.

Con relación a las multas administrativas, los apartados d), e) y f) del artículo 39.2 determinan que se podrán imponer multas administrativas máximas. En el caso del

⁴²² Artículo 54.3 de la Ley 5/2015 en su redacción dada por la Ley 18/2022

⁴²³ Artículo 55.3 de la Ley 5/2015, en la redacción dada por la Ley 18/2022.

⁴²⁴ Artículo 39.1 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁴²⁵ Artículo 39.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

apartado 39.2 d) dispone que las mismas serán por lo menos “el doble del importe de los beneficios derivados de la infracción en caso de que puedan determinarse, incluso cuando sea superior a los importes máximos señalados en la letra e)”. La letra e), por su parte, establece las multas administrativas máximas para las personas jurídicas, que serán por lo menos 500.000 EUR (o el equivalente en moneda nacional de no tener euro) o bien hasta el 5 % de su volumen de negocios total durante el ejercicio precedente, de acuerdo con los últimos estados financieros disponibles aprobados por el órgano de dirección. Resulta interesante la referencia “a por lo menos”, lo que viene a establecer una cantidad mínima.

Aclara el precepto, además, que cuando la persona jurídica sea una empresa matriz o una filial de una empresa matriz que presente estados financieros consolidados, el volumen de negocios total anual pertinente será “el volumen de negocios total anual, o el tipo de ingresos correspondientes, conforme a la legislación pertinente de la Unión en materia de contabilidad, de acuerdo con los estados financieros consolidados disponibles más recientes aprobados por el órgano de dirección de la empresa matriz última”⁴²⁶. Por último, de tratarse de una persona física, las multas administrativas máximas serán de por lo menos 500.000 EUR (o el correspondiente en moneda nacional). Se permite, además, el establecimiento de otras sanciones, medidas adicionales, o multas administrativas superiores a las establecidas. Resulta interesante precisar que la cantidad mencionada, tanto para personas físicas como jurídicas, de 500.000 euros es la que, por ejemplo, se adopta en la regulación introducida por la Ley 18/2022, si bien se eleva a los 700.000 euros en la referencia a las infracciones muy graves.

Con relación a las sanciones, se establece la necesidad de que las autoridades competentes faciliten anualmente a la AEVM la información sobre las sanciones y otras medidas administrativas impuestas, incluyendo los relativos a las investigaciones de tipo penal realizadas y a las sanciones penales impuestas, debiendo la AEVM publicar la información en un informe anual. Se requiere también que cuando se proceda a divulgar la información sobre las sanciones bien administrativas, bien penales u otras medidas, la autoridad competente las notifique simultáneamente a la AEVM. Las autoridades competentes deberán, además, informar a la AEVM sobre las sanciones impuestas, pero no publicadas, incluyendo la información de los recursos interpuestos y los resultados de

⁴²⁶ Artículo 39.2 e) del Reglamento (UE) 2020/1503

estos. Prescribe, además, el artículo la necesidad que las autoridades competentes reciban “información y las sentencias firmes dictadas en relación con cualquier sanción penal impuesta y la comuniquen a la AEVM”, estando esta encargada de mantener una base de datos al efecto de intercambiar información entre las autoridades competentes. Esta base de datos se irá actualizando y será accesible solamente para la AEVM, la ABE y las autoridades competentes⁴²⁷.

En cuanto al ejercicio de facultades supervisoras y sancionadoras, al considerar el tipo de sanción a imponer se habrá de tomar en consideración por parte de las autoridades competentes la intencionalidad o negligencia en la comisión de la infracción, así como la gravedad y duración de esta, el grado de responsabilidad de la persona física o jurídica responsable, la solvencia financiera de los responsables, los beneficios obtenidos o las pérdidas evitadas, las pérdidas de terceros derivadas de la infracción, la voluntad de cooperar por parte de los responsables sin perjuicio de garantizar la restitución, los antecedentes de infracciones de los responsables y las consecuencias para los intereses de los inversores. Se permite consecuentemente que las autoridades competentes puedan imponer sanciones administrativas y otras medidas en los términos del Reglamento. Se requiere, además, que las autoridades competentes cooperen cuando ejerciten las facultades de supervisión e investigación o impongan sanciones a efectos de evitar posibles duplicaciones en los casos con elementos transfronterizos⁴²⁸.

Las autoridades competentes deberán publicar en sus webs las decisiones que impongan sanciones administrativas u otras medidas justo después de que se informe a la persona responsable y debiendo incluir al menos la información sobre el tipo y naturaleza de la infracción, y la identidad de los responsables. No se requerirá tal publicación, sin embargo, cuando lo que se impongan no sean sanciones sino medidas de investigación⁴²⁹.

De entender, tras la evaluación de la proporcionalidad en cada caso específico, que la publicación de la identidad de las personas responsables es desproporcionada o puede hacer peligrar una investigación en curso, las autoridades competentes podrán bien diferir la publicación de la decisión hasta que las circunstancias que no recomiendan la publicación desaparezcan, bien publicar la decisión de forma anonimizada difiriendo la

⁴²⁷ Artículo 43 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁴²⁸ Artículo 40 del Reglamento (UE) 2020/1503

⁴²⁹ Artículo 42.1 del Reglamento (UE) 2020/1503

publicación de los datos hasta que desaparezcan los motivos que aconsejaron una publicación anonimizada, bien optar por no publicar la decisión si las otras dos medidas que se pueden adoptar podrían aun considerarse desproporcionadas.

Si las sanciones o medidas son recurridas ante los órganos judiciales o de otro tipo esta información deberá publicarse con carácter inmediato en la web de las autoridades competentes, al igual que deberán publicarse los resultados de los recursos a las anulaciones de decisiones anteriores. La información publicada en la web de las autoridades competentes deberá mantenerse como mínimo durante 5 años tras su publicación, si bien los datos personales solo se mantendrán por el tiempo estipulado conforme a las normas aplicables en materia de protección de datos⁴³⁰.

5. Ámbito de aplicación territorial en España

La regulación estadounidense no contiene una previsión denominada *ámbito de aplicación territorial*, como si sucedía en el ámbito español. En su redacción inicial, el artículo 47 de la Ley 5/2015 regulaba el ámbito de aplicación territorial del régimen del *crowdfunding*. Tal disposición establecía la sujeción a la regulación del título V tanto de las plataformas de financiación participativa que ejercieran tal actividad en territorio nacional como a la participación en ellas de los inversores y promotores.

Se disponía también que, cuando el servicio de inversión a un residente en territorio nacional bien sea a título de promotor o inversor, se prestase por una plataforma de *crowdfunding* con domicilio social en el extranjero, no se consideraría que el citado servicio se prestaba en España. Para que el citado párrafo segundo resulte de aplicación la legislación disponía que el servicio debía realizarse a iniciativa del residente en territorio español⁴³¹. Si bien se establecía que no se consideraría que la actividad se había realizado a iniciativa propia cuándo la empresa residente en el extranjero efectuara actividades de promoción, captación de clientes y anuncio en España, o cuando su actividad de servicios se dirigiese, específicamente, a los inversores y promotores en territorio español⁴³².

⁴³⁰ Artículo 42 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁴³¹ Artículo 47.2 de la Ley 15/2015 en su redacción original derogada por la Ley 18/2022

⁴³² Artículo 47.2 de la Ley 15/2015 en su redacción original, derogada por la Ley 18/2022.

Derivado de la promulgación y entrada en vigor del Reglamento (UE) 2020/1503, el nuevo artículo 47, introducido por la Ley 18/2022, contiene en la actualidad la regulación de la autorización de las plataformas de financiación participativa estableciendo que toda *entidad que tenga intención de prestar servicios de financiación participativa en España* y que *no se encuentre a su vez previamente autorizada por otro Estado miembro* debe solicitar a la CNMV autorización para operar.

La prestación transfronteriza de servicios de financiación participativa era uno de los objetivos principales de la regulación prevista en el Reglamento (UE) 2020/1503, además de unificar determinados aspectos de dicha prestación en todo el territorio de la Unión Europea. En este sentido, regula el artículo 18 del Reglamento (UE) 2020/1503 los supuestos en que un proveedor de servicios de financiación participativa quiera prestar servicios de financiación participativa en un Estado miembro distinto de aquel en que esté autorizado. Deberá presentar ante la autoridad competente que sea punto de contacto único en el Estado donde se le haya otorgado la autorización la lista de los Estados miembros en los que pretenda prestar sus servicios. Deberá facilitar y presentar, además, la identidad de las personas físicas o jurídicas responsables de la prestación de servicios en esos Estados, la potencial fecha de inicio de la prestación de servicios, así como una lista de otras actividades ofrecidas por el proveedor y no reguladas en el Reglamento (UE) 2020/1503.

Se dispone además que el punto de contacto único del Estado de la autorización, en el plazo de diez días hábiles a partir de la recepción de la información antedicha (a saber, los países donde pretende prestar servicios, los responsables en esos Estados, la fecha de inicio y la lista de actividades), deberá comunicarla a las autoridades competentes de los Estados miembros en los que el proveedor de servicios pretenda desempeñar su actividad, así como a la AEVM, debiendo esta última incluir la información en el registro que gestiona al efecto. Además, se informará sin demora al proveedor de servicios de que se ha efectuado esta comunicación.

Por último, se permite que el proveedor de servicios pueda empezar a prestar sus servicios en un Estado distinto a partir de la fecha en que el punto único de contacto del Estado de la autorización le informe de haber comunicado a la autoridad competente del otro Estado miembro y a la AEVM, o a más tardar, en un plazo de 15 días naturales desde

que presentó la información en el punto único de contacto de su intención de prestar servicios en otro Estado miembro.

6. Régimen transitorio

La problemática del régimen a aplicar en España en la actualidad viene derivada de la promulgación de la Ley 18/2022. Esta ha remplazado la redacción original de la Ley 5/2015, la cual establecía una regulación relativamente completa del mecanismo del *crowdfunding*, por un nuevo título V relativo al régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa, en el que la redacción se ha reducido sustancialmente a una remisión en bloque al Reglamento (UE) 2020/1503.

El problema deriva, precisamente, del hecho de que la Ley 18/2022 en relación con ese nuevo Título V entró en vigor el 10 de noviembre de ese año, de conformidad con lo dispuesto en la Disposición derogatoria única de la Ley 18/2022⁴³³, mientras que se ha ampliado el periodo transitorio del artículo 48.1 Reglamento (UE) 2020/1503 hasta el 10 de noviembre de 2023, en base al artículo 1 del Reglamento Delegado (UE) 2022/1988 de la Comisión de 12 de julio de 2022, con entrada en vigor el 11 de noviembre de 2022⁴³⁴.

Tal posibilidad de prórroga de la entrada en vigor del Reglamento se encontraba ya prevista en el artículo 48.3 del Reglamento. Este determinaba que, en base a la evaluación que la Comisión debía realizar, previa consulta a la AEVM, sobre la aplicación del Reglamento a los proveedores de servicios y el impacto sobre el desarrollo de los mercados nacionales la Comisión, podía prorrogar por una vez y por un periodo de 12 meses el período transitorio referido en el artículo 48.1 del Reglamento (UE) 2020/1503⁴³⁵.

La Ley 18/2022 también introduce una Disposición transitoria cuarta con el siguiente epígrafe: “Periodo transitorio respecto a los servicios de financiación participativa prestados de conformidad con la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de

⁴³³ “A la entrada en vigor de esta ley quedarán derogadas todas las disposiciones de igual o inferior rango que se opongan a lo dispuesto en la misma, con excepción del título V de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, que quedará derogado con efectos desde el 10 de noviembre de 2022”.

⁴³⁴ Artículo 1 del Reglamento Delegado (UE) 2022/1988.

⁴³⁵ Artículo 48.3 del Reglamento (UE) 2020/1503

la financiación empresarial”. Tal disposición, determina que los proveedores de servicios de financiación participativa que ya se encuentren autorizados conforme a la anterior regulación, presenten ante la CNMV documentación que acredite el cumplimiento de los requisitos enumerados en el Reglamento (UE) 2020/1503, a efectos de poder continuar prestando sus servicios tras el 10 de noviembre de 2022. Establece, además, la parte final del precepto un supuesto de silencio administrativo ya que, de transcurrir dos meses desde la recepción de la documentación sin que la CNMV comunique objeción, se entiende que el proveedor queda autorizado por el procedimiento simplificado referido en el artículo 12.11 del Reglamento (UE) 2020/1503. De existir objeción y presentarse la documentación requerida el plazo antedicho para autorización por silencio administrativo se vuelve a contar desde la presentación de la documentación⁴³⁶.

Se entiende, por tanto, que durante el periodo transitorio las plataformas de servicios de financiación participativa ya constituidas y autorizadas conforme a la Ley 5/2015 que estén incluidas en el ámbito de aplicación del Reglamento pueden continuar con la prestación de servicios conforme a la normativa aplicable, pero han de proceder a adaptarse a los establecido en el Reglamento y solicitar la correspondiente autorización⁴³⁷.

La Comisión ha argumentado en los considerandos del Reglamento Delegado (UE) 2022/1988, tomando en consideración el dictamen técnico elaborado por la AEVM, la necesidad de prorrogar el período transitorio por un período de doce meses adicionales “para evitar perturbaciones en los grandes mercados nacionales de financiación participativa”. Tales perturbaciones vendrían derivadas de la imposibilidad por parte de algunas autoridades competentes de finalizar los procedimientos de autorización antes de la finalización del anterior periodo transitorio y de la necesidad de los prestadores de servicios que estuvieran ejerciendo la actividad conforme a derechos nacionales de contar

⁴³⁶ Disposición Transitoria Cuarta de la Ley 18/2022.

⁴³⁷ Ver LOPEZ ORTEGA, R., "Las plataformas de financiación", *cit.*, p. 160. En similar sentido, RODRIGUEZ MARTINEZ, I., "Claves de la reforma del modelo español", *cit.*, p.95 quien entiende que "Sin embargo, el régimen comunitario ha introducido un régimen transitorio para permitir que las PFPs sujetas hasta ahora a su régimen jurídico nacional se adapten a este Reglamento de la Unión Europea en aquellos supuestos en que les sea aplicable. Así el propio Reglamento prevé un periodo transitorio de 24 meses para que dichas plataformas dispongan de tiempo suficiente para adaptar su actividad empresarial a lo dispuesto en el Reglamento europeo. Durante ese período transitorio, los Estados miembros pueden establecer procedimientos simplificados que permitan que las personas jurídicas que han sido autorizadas con arreglo a la legislación nacional presten servicios de financiación participativa incluidos en el ámbito de aplicación del Reglamento, a condición de que los proveedores de servicios de financiación participativa cumplan los requisitos que se establecen en el propio Reglamento."

con más tiempo para efectuar la adaptación al marco regulatorio establecido en el Reglamento (UE) 2020/1503⁴³⁸. Tal régimen transitorio requiere la adaptación de la legislación de los Estados miembros en un periodo corto de tiempo al régimen notablemente novedoso introducido por el Reglamento (UE) 2020/1503; de ahí que se prevea la posibilidad de que la comisión extienda por un año adicional el periodo transitorio⁴³⁹.

Para facilitar la transición, el Reglamento (UE) establece la posibilidad de que los Estados miembros establezcan procedimientos de autorización simplificados durante el periodo transitorio para aquellos proveedores que en el momento de la entrada en vigor del Reglamento ya se encontraran autorizados conforme a las normativas nacionales de los Estados miembros, si bien deberán asegurarse de que se cumplen los requisitos del artículo 12 con carácter previo a otorgar la autorización simplificada⁴⁴⁰. Como ha sido indicado, el legislador español ha regulado el procedimiento simplificado de autorización en la disposición transitoria cuarta de la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas.

Finalmente, con una eficacia solo temporal, se establece que, durante un periodo de 2 años a contar desde la entrada en vigor del Reglamento, en los casos de aquellos Estados miembros en los que “el umbral del importe total para la publicación de un folleto de conformidad con el Reglamento (UE) 2017/1129 sea inferior a 5.000.000 EUR”, el Reglamento solo se aplicará a las ofertas de financiación participativa hasta dicho umbral en ese concreto Estado miembro⁴⁴¹.

⁴³⁸ Considerando 3 del Reglamento Delegado (UE) 2022/1988.

⁴³⁹ Ver, en este sentido, MACCHIAVELLO, E., “The Challenges Awaiting the European”, *cit.*, p.93, disponible en <https://journals.aau.dk/index.php/NJCL/article/view/7544/6267>: “*Considering that the ECSPR presents various innovative features compared to several national regimes, Member States and their crowdfunding service providers (CSPs) will have to adapt their legal frameworks and business models in a short time. Such difficulties are evident also from the recent ESMA report on the Commission’s power to extend, for an additional year, such transitional period as regards platforms operating only at national level (Art. 48 ECSPR).*”

⁴⁴⁰ Artículo 48.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁴⁴¹ Artículo 49 del Reglamento (UE) 2020/1503.

CAPITULO TERCERO. PROVEEDORES DE SERVICIOS DE FINANCIACION PARTICIPATIVA

I. PORTALES DE FINANCIACION O “FUNDING PORTALS” EN EL DERECHO ESTADOUNIDENSE

Los intermediarios de *crowdfunding* son los actores fundamentales del mismo de ahí la relevancia de una regulación adecuada de estos en la reglamentación del *crowdfunding*. Su especial situación, con funciones que algunos definirán como de garantes o terceros de confianza, determina que se configuren como uno de los pilares esenciales de la regulación. No dejan de ser, además uno, de los elementos más novedosos del *crowdfunding*, ya que los otros dos, promotores e inversores, no modifican o adaptan tan sustancialmente sus características inherentes como sucede en estos casos con estos nuevos “intermediarios”.

Los portales de financiación han surgido como intermediarios alternativos a otros más tradicionales en la canalización de la financiación. Sin embargo, la novedad y mayor flexibilidad o menor exigencia de ciertos requisitos, no debe entenderse como una relajación absoluta de la seguridad jurídica, eficiencia o protección a los otros actores. Los intermediarios del *crowdfunding* ostentan, en cierto modo, cierto poder (selección de proyectos y promotores) y ello ha de venir acompañado de la necesaria responsabilidad (*due diligence*, información, etc.). Por tanto, uno de los actores de mayor relevancia en la regulación del *crowdfunding*, si no el que más, con base en el enfoque normativo, tanto de la legislación española como estadounidense, son precisamente los intermediarios de *crowdfunding*.

En la legislación estadounidense, para que una entidad ejerza las funciones relativas a la intermediación de valores, se requiere con carácter general su registro como *broker* (corredor). No obstante, derivado de la regulación del *crowdfunding*, que opera como una excepción al régimen general de ofertas de valores, se habilita la figura de otro intermediario distinto del *broker* y cuyo proceso de registro es distinto: los portales de financiación o *funding portals*. La singularidad de los portales de financiación como nuevo intermediario, y su consideración como una excepción al régimen general,

determina, en consecuencia, que su proceso de registro sea distinto y que reciba gran parte de la atención del legislador en la regulación de la figura del *crowdfunding*.

En este sentido, la legislación estadounidense ha establecido el requisito de que la venta u oferta de los valores de *crowdfunding* pueda realizarse a través de un corredor (*broker*), o un portal de financiación (*funding portal*)⁴⁴². Se ve, por tanto, la inclusión de un nuevo intermediario para estas operaciones de *crowdfunding*, que es el *funding portal*, distinto de los corredores (*brokers*). Los intermediarios de las operaciones de *crowdfunding* habrán por tanto de registrarse, bien como un *broker* bajo la sección 15 (B) de la *Securities Exchange Act* de 1934 o bien como un portal de financiación regulado en la *Securities Act* sección 4A(a)(1) y en la regla 400 de la Regulación *Crowdfunding*⁴⁴³.

Antes de entrar en un análisis más detallado, conviene destacar que es notable en el análisis del *crowdfunding*, especialmente en el ámbito comparativo, la dificultad terminológica, parte derivada del fenómeno y su novedad, parte derivada de una deficiente técnica legislativa. Tal problemática, se encuentra presente en gran parte de la regulación, y los portales de financiación (*funding portals* en terminología estadounidense) o proveedores de servicios de financiación participativa (en terminología aplicable a España) no es una excepción. Con la intención de minimizar cualquier confusión al respecto, conviene aclarar que, en la exposición, la referencia a este actor en el marco del derecho estadounidense se utilizará indistintamente, el termino original en inglés (*funding portals*) o el equivalente en su traducción al español, portales de financiación. Asimismo, debido a la diferente terminología usada y a efectos de diferenciar a los *funding portals*, de las plataformas se ha de esclarecer, qué se entiende por plataformas en sí. Estas, son los programas o aplicaciones accesibles a través de internet u otro medio de comunicación electrónica similar, por medio de los cuales un intermediario registrado, o un portal de financiación registrado, actúa como intermediario en una transacción que implica la oferta o venta de valores de conformidad con la sección 4(a)(6) de la *Securities Act* (15 U.S.C. 77d(a)(6)), sección esta que regula el

⁴⁴² Sección 77d-1 (a) del Título 15 U.S. Code.

⁴⁴³ Practical Law Corporate & Securities, “Crowdfunding Intermediaries: Funding Portals and Brokers”, Thomson Reuters Practical Law, Recurso electrónico, fecha de última consulta el 23 de febrero de 2020, epígrafe [*JOBS Act*.] En este sentido la sección 77d-1 (a) del Título 15 U.S. Code, establece que “(a) Requirements on intermediaries. A person acting as an intermediary in a transaction involving the offer or sale of securities for the account of others pursuant to section 77d(6) 1 of this title shall— (1) register with the Commission as— (A) a broker; or (B) a funding portal (as defined in section 78c(a)(80) of this title)”

*crowdfunding*⁴⁴⁴. Las plataformas son, por tanto, el medio técnico a través del cual se realizan las operaciones de *crowdfunding*, distinto consecuentemente de los portales de financiación como sujetos intervinientes en las operaciones de *crowdfunding* y que se configuran como los operadores o gestores de tales plataformas.

1. *Funding portals*: concepto y presupuestos

La definición de *funding portals*, o portales de financiación, se encuentra incluida en la sección 78c(a)(80) del Título 15 del *U.S. Code*. Se trata esta sección de una enmienda introducida por la *JOBS Act* en la sección relativa a las definiciones que se aplican al capítulo 2B concerniente a la bolsa de valores (*securities exchange*)⁴⁴⁵. En tal precepto se define a los *funding portals* como cualquier persona que actúe como un intermediario en una transacción relativa a la oferta o venta de valores por cuenta de terceros únicamente de conformidad con el artículo 4 (6) 1 de la *Securities Act* de 1933 (codificada en 15 *U.S. Code* 77d (6)), es decir, en una transacción de *crowdfunding*⁴⁴⁶. Es bastante interesante la limitación introducida en la disposición, ya que se refiere a “solely pursuant to section 4(6) 1 of the Securities Act of 1933”, por lo que limita de una manera clara e inequívoca el ámbito de actuación de estos nuevos *funding portals* exclusivamente a las operaciones de *crowdfunding*. Se dispone, además, que en general

⁴⁴⁴ La sección 227.300 (c) (4) del Título 17 CFR, establece que “(4) Platform means a program or application accessible via the Internet or other similar electronic communication medium through which a registered broker or a registered funding portal acts as an intermediary in a transaction involving the offer or sale of securities in reliance on section 4(a)(6) of the Securities Act (15 U.S.C. 77d(a)(6)).”

⁴⁴⁵La sección 304 de la *JOBS Act* introdujo, asimismo, una enmienda en la Sección 3 de la *Securities Exchange Act* que se encuentra codificada en el Título 15 del Código de los Estados Unidos en la sección 78 c. La sección 78c(a)(80) del Título 15 del Código de los Estados Unidos establece que “(80) 7 Funding portal .— The term “funding portal” means any person acting as an intermediary in a transaction involving the offer or sale of securities for the account of others, solely pursuant to section 4(6) 1 of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C 77d(6)), that does not— (A) offer investment advice or recommendations; (B) solicit purchases, sales, or offers to buy the securities offered or displayed on its website or portal; (C) compensate employees, agents, or other persons for such solicitation or based on the sale of securities displayed or referenced on its website or portal; (D) hold, manage, possess, or otherwise handle investor funds or securities; or (E) engage in such other activities as the Commission, by rule, determines appropriate.”

⁴⁴⁶La Sección 302 de la *JOBS Act* introdujo una enmienda en la Sección de la *Securities Act* de 1933 donde se introdujo en el apartado (6) la excepción de Crowdfunding, en este sentido disponía “Sec. 302. *Crowdfunding Exemption*. (a) Securities Act of 1933.—Section 4 of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77d) is amended by adding at the end the following: “(6) transactions involving the offer or sale of securities by an issuer (including all entities controlled by or under common control with the issuer), provided that ...”

la SEC exencionará por regla, de manera condicional o incondicional, a los portales de financiación registrados de los requisitos de registrarse como corredor (*broker*) o comerciante (*dealer*) de conformidad con la sección 78o(a)(1) siempre y cuando el portal de financiación se sujete a la autoridad y regulación de la SEC, sea un miembro de una asociación de valores registrada conforme a la sección 78o-3, y se encuentre, asimismo, sujeta a otros requisitos establecidos en el propio capítulo y que la SEC así determine⁴⁴⁷. Se establece, por lo tanto, el requisito de membresía de una asociación nacional de títulos valores. Dado que, en la actualidad, sólo existe una asociación nacional de títulos valores, la misma es la autoridad regulatoria de la industria financiera denominada FINRA (*Financial Industry Regulatory Authority*).

Los portales de financiación han de cumplir ciertas obligaciones que se analizarán con más detalle en los epígrafes posteriores, si bien conviene mencionar someramente dos obligaciones esenciales: proporcionar las advertencias relativas a los riesgos, así como los materiales educativos para los inversores que se requieran⁴⁴⁸. Se requiere, igualmente, que los portales de financiación, para ser autorizados como tales, no realicen ciertas actividades. Estas actividades que no les están permitidas son, a saber, que: ofrezcan asesoramiento o recomendaciones de inversión; soliciten compras, ventas u ofertas para comprar los valores ofrecidos o mostrados en su sitio web o portal; compensen a los empleados, agentes u otras personas por dicha solicitud o con base en la venta de valores mostrados o referenciados en su sitio web o portal; mantengan, gestionen, posean o manejen de otro modo los fondos o valores de los inversores; o participen en otras actividades que la SEC, por regla, determine apropiadas⁴⁴⁹. Es decir, se limita el ámbito de actuación y de servicios que pueden proporcionar, principalmente,

⁴⁴⁷ Sección 78c (h)(1) del Título 15 U.S. Code la cual establece que “(h) Limited exemption for funding portals (1) In general: The Commission shall, by rule, exempt, conditionally or unconditionally, a registered funding portal from the requirement to register as a broker or dealer under section 78o(a)(1) of this title, provided that such funding portal- (A) remains subject to the examination, enforcement, and other rulemaking authority of the Commission; (B) is a member of a national securities association registered under section 78o-3 of this title; and (C) is subject to such other requirements under this chapter as the Commission determines appropriate under such rule.”

⁴⁴⁸ Sección 77d-1 (a) (4) (A) y (B) del Título 15 U.S. Code, la cual establece que “§77d-1. Requirements with respect to certain small transactions (a) Requirements on intermediaries. A person acting as an intermediary in a transaction involving the offer or sale of securities for the account of others pursuant to section 77d(6) 1 of this title shall- (4) ensure that each investor- (A) reviews investor-education information, in accordance with standards established by the Commission, by rule; (B) positively affirms that the investor understands that the investor is risking the loss of the entire investment, and that the investor could bear such a loss...”

⁴⁴⁹ Sección 78c(a)(80) del Título 15 U.S. Code.

para mantener su necesaria neutralidad y la protección de los otros actores, en especial los inversores. La condición de *funding portal* viene, por tanto, supeditada a la no realización de las actividades mencionadas, que, de permitirse, vulnerarían las características básicas de esta figura y comprometerían su funcionalidad.

2. Autorización y registro de los *funding portals*

2.1 Exención del registro como broker de los portales de financiación

Es evidente la necesidad de que este nuevo intermediario, los *funding portals*, al que se le permite la participación en las operaciones de *crowdfunding*, esté sujeto a un régimen de autorización a efectos de controlar y supervisar el cumplimiento de ciertos requisitos mínimos. Se establece por tanto un triple requisito para que los portales de financiación no hayan de registrarse, es decir, estén exentos de ese registro como *brokers* o *dealers*. Ello supone una ventaja considerable ya que los registros de estas modalidades, *brokers* y *dealers*, son más exigentes que los de los *funding portals*. Se les ofrece la posibilidad a los portales de financiación de ser intermediarios en las operaciones de *crowdfunding* si bien con un régimen “simplificado” y no sometido al normal de los *brokers*. Como se ha mencionado anteriormente, se requiere para ello, que los portales de financiación estén sujetos a la autoridad de la propia comisión del mercado de valores estadounidense (la SEC), así como con una asociación de valores registrada, que en el caso de Estados Unidos se trata actualmente de FINRA⁴⁵⁰.

Con relación al requisito de registro como *broker* y la exención antedicha, la sección 227.401 del CFR, que complementa lo establecido en el *U.S. Code*, establece que un portal de financiación que se encuentre registrado con la comisión en base a la sección 227.400 está exenta del requerimiento de registro como *broker* de la sección 15(a)(1) de la *Exchange Act* (15 *U.S. Code*. 78o(a)(1)) con relación a sus actividades de portal de financiación⁴⁵¹. Se requiere por tanto el registro del *funding portal* como se expone a continuación.

⁴⁵⁰ Sección 78c (h)(1) (A) y (B) del Título 15 del U.S. Code.

⁴⁵¹ Sección 227.401 del Título 17 CFR.

2.2 Registro como portal de financiación

El registro como tal de los portales de financiación se encuentra regulado en la sección 227.400 del título 17 del CFR. La citada sección establece que los portales de financiación deben registrarse en la SEC, mediante la presentación de un formulario de registro de portal de financiación cumplimentado, conforme a las instrucciones del formulario⁴⁵². Tal registro con la SEC será efectivo en el supuesto más tardío de los dos siguientes: (1) a los treinta días naturales de la fecha en que la Comisión recibe el registro; o (2) en la fecha en que el portal de financiación sea aprobado para ser miembro por una asociación nacional de valores⁴⁵³. Claramente, se establece un requisito cumulativo de ambas condiciones, de ahí que el registro solo se considere efectivo cuando se cumpla la última de ellas. Se requiere, por tanto, que el registro de portal de financiación se efectúe con anterioridad a proceder a ofrecer o vender valores de operaciones de *crowdfunding* a través de la plataforma⁴⁵⁴. La “entrada en vigor” de la autorización para operar de los portales de financiación, se condiciona al previo registro⁴⁵⁵.

Se requiere que el portal de financiación, además de registrarse con la SEC, se convierta en miembro de una asociación nacional de valores⁴⁵⁶. La asociación nacional de valores es en la actualidad FINRA. FINRA como autoridad regulatoria de la industria financiera (*Financial Industry Regulatory Authority*) estableció ya en enero de 2016 la necesidad de que los portales de financiación se registraran ante ella⁴⁵⁷. A efectos de proceder a la autorización, y la aceptación como miembro, FINRA determinó que procedería a confirmar la satisfacción de determinados estándares como son: la

⁴⁵² Sección 227.400 del título 17 CFR apartado (a). Como se ha mencionado en similar sentido la sección 77d-1 del título 15 del U.S. Code establece los requisitos de registro de los intermediarios que ofrecen o venden los valores previstos en la sección 77d(6) del propio título 15 (sección relativa al crowdfunding), incluyendo, por tanto, a los portales de financiación.

⁴⁵³ Sección 227.400 (a) del Título 17 CFR.

⁴⁵⁴ Form Funding Portal – “Application or amendment to application for registration or withdrawal from registration as Funding Portal under The Securities Exchange Act of 1934”, disponible en <https://www.sec.gov/files/formcfportal.pdf> fecha de última consulta el 15 de junio de 2023.

⁴⁵⁵ Sección 227.400 del título 17 CFR apartado (a).

⁴⁵⁶ Sección 227.400 del título 17 CFR apartado (a). Como indica el precepto la asociación nacional de valores de la que el portal de financiación sea miembro ha de estar registrada bajo la sección 15A de la *Exchange Act* (15 USC 78o-3).

⁴⁵⁷ *The S Corporation Handbook*, epígrafe 5:25. [SEC adopts rules for *crowdfunding* and *crowdfunding* intermediaries], Thomson Reuters, September 2019 Update, Recurso electrónico, fecha de última consulta el 26 de abril de 2020.

posibilidad de cumplir con la regulación federal de valores y reglas de FINRA y regulación privada, el que el portal de financiación se encontrara en situación de iniciar operaciones como tal habiendo establecido toda la estructura necesaria, que la misma cuente con un sistema de supervisión y cumplimiento normativo (*compliance*), que haya declarado y establecido documentalmente todas las fuentes de financiación directa e indirecta y que cuente con un sistema de manejo de registros⁴⁵⁸.

Por lo que concierne a la presentación del formulario de registro, se debe tener claro en todo caso el carácter obligatorio de esta presentación para aquellas entidades que se están registrando como portales de financiación en la SEC. La presentación del formulario sólo se considera completa si cumple con todos los requisitos aplicables. A tal efecto, se establece un formulario de portal de financiación que se debe utilizar a efectos de registro ante la SEC, tanto para modificar su registro como retirarse del registro. Tanto la presentación del formulario como en su caso las modificaciones necesarias de este habrán de realizarse de forma electrónica, la utilización de este medio permitirá así garantizar la aceptación y el procesamiento de estas. Los portales registrados deben presentar enmiendas a sus formularios de registro de portal de financiación cuando cualquier información registrada previamente se vuelva inexacta o incompleta⁴⁵⁹. Se permite la realización de enmiendas o modificaciones al formulario de portal de financiación si bien han de presentarse igualmente en un plazo de 30 días en el caso de que la información resulte no adecuada⁴⁶⁰.

En el formulario de registro se habrá designado un empleado de contacto del portal de financiación el cual deberá estar facultado para la recepción de información, y comunicaciones y ser responsable de la adecuada distribución dentro de la organización. La SEC mantiene un registro de la información facilitada en estos formularios y parte de esta información recopilada se pondrá a disposición del público⁴⁶¹. La utilización de los formularios como modo estándar para el registro facilita la aplicación de criterios estándar, así como facilita la transparencia en el registro, especialmente cuando parte de la información se pone a disposición del público para su consulta.

⁴⁵⁸ *The S Corporation Handbook*, epígrafe 5:25. [SEC adopts rules for *crowdfunding* and *crowdfunding intermediaries*],

⁴⁵⁹ Form Funding Portal – “Application or amendment to application for registration”, *cit.*

⁴⁶⁰ Sección 227.400 (b) del título 17 CFR.

⁴⁶¹ Form Funding Portal – “Application or amendment to application for registration”, *cit.*

Un sector doctrinal ha mostrado sin embargo preocupación por el hecho de que a diferencia de los *brokers* (intermediarios), los portales de financiación, entendiendo la referencia a los gestores de estos, no tienen requisitos de financiación o cualificación, por lo que es posible que no tengan la experiencia o criterio necesario para tomar decisiones con relación a emisores cuestionables. Se aboga por ello, que la SEC establezca algún tipo de requisito de cualificación a los portales de financiación. También se sugiere como alternativa que la SEC podría modificar las reglas para requerir que las personas responsables de revisar y aprobar las declaraciones (*disclosures*) de los emisores tengan una experiencia adecuada en las industrias/mercados de valores. Otra opción sería imponer que un intermediario con licencia (*licensed broker*) revise las declaraciones y documentos para asegurar su conformidad con las leyes de valores federales y estatales.. Se entiende por tanto que dado que la SEC confía en los portales de financiación la adopción de medidas protectoras de los inversores no sofisticados esta debería requerir a los gerentes de estos portales el obtener alguna forma de cualificación necesaria para la protección de los inversores⁴⁶².

2.3 Continuación de la actividad de otro portal de financiación y baja del registro

La regulación estadounidense establece, asimismo, una regulación específica para los supuestos en que un portal de financiación continúe la actividad de otro portal previamente registrado. La sección 227.400 (c) (1) establece que, si un portal de financiación continúa el negocio de un portal de financiación ya registrado, continuará el registro del predecesor siendo efectivo como registro del sucesor siempre y cuando dentro de los 30 días posteriores a dicha sucesión, el sucesor se registre con el formulario del portal de financiación y el portal que va a resultar sustituido registre su retiro asimismo en el formulario de portal de financiación⁴⁶³. Se considerará, sin embargo, que el registro del portal de financiación predecesor retirado 45 días después de que el sucesor haya

⁴⁶² COHEN, P., “The common denominator between *crowdfunding* and Securitization of subprime Mortgages: the SEC”, *Administrative Law Review* 69, Recurso electrónico, pp. 671-694 , p.692-693, fecha de última consulta el 26 de abril de 2020.

⁴⁶³ Sección 227.400(c)(1) del Título 17 CFR.

presentado el formulario del portal de financiación⁴⁶⁴. En el caso en el que un portal de financiación suceda y continúe el negocio de otro portal de financiación ya registrado y la sucesión de que se trate se base únicamente en un cambio en la fecha o estado de incorporación del predecesor, el sucesor podrá limitarse dentro de los 30 días posteriores a la sucesión, a modificar el registro del predecesor en el portal de financiación de formularios, conforme a lo establecido en la sección 249.20 para reflejar estos cambios⁴⁶⁵. Esta sucesión “simplificada” cuando se trate de una modificación de fecha o estado, no requiere que se dé el proceso completo de registro y baja que se menciona en el apartado (1)⁴⁶⁶. Conviene aclarar que los preceptos relativos a la continuidad de la actividad no aplican cuando el predecesor pretende continuar con la actividad⁴⁶⁷. La legislación española que posteriormente se analizará no contiene una previsión similar.

Por su parte, el apartado (d) de la sección 227.400 contiene la regulación relativa a la baja de los portales de financiación. Requiere tal apartado que el portal de financiación debe registrar su baja del registro en el formulario de “Portal de Financiación” de acuerdo con las instrucciones cuando deje de operar como tal portal de financiación⁴⁶⁸. Los efectos de la baja se producen bien dentro de los 30 días posteriores a la recepción por parte de la Comisión (una vez que el portal de financiación ya no esté operativo) o bien dentro de un período de tiempo más largo que el portal de financiación consienta o que la Comisión, por orden, determine como necesario, o apropiado en el interés público o para la protección de los inversores⁴⁶⁹. Si el portal de financiación cesara en sus operaciones se debe presentar sin dilación el retiro del registro como portal de financiación⁴⁷⁰. A diferencia de lo que sucede con el registro para el inicio de la actividad que requiere ser miembro de FINRA, la baja en la forma regulada solo requiere la comunicación a la SEC. Destaca la inclusión de una salvaguardia de la posibilidad de la

⁴⁶⁴ Sección 227.400(c)(1) del Título 17 CFR.

⁴⁶⁵ Sección 227.400 (c)(2) del Título 17 CFR.

⁴⁶⁶ SEC, “Final Rule: Regulation Crowdfunding”, October 30, 2015, pp.1-685, p.247 disponible en <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>, fecha de última consulta el 19 de junio de 2023.

⁴⁶⁷ SEC, Final Rule: Regulation Crowdfunding, *cit.*, p.247.

⁴⁶⁸ Sección 227.400 del título 17 del Código de regulación federal apartado d). La sección 249.2000 del Título 17 CFR, referenciada en la sección 227.400 (d) del Título 17 CFR. hace referencia al propio formulario de los portales de financiación y dispone que “This form shall be used for filings by funding portals under Regulation Crowdfunding (part 227 of this chapter).”

⁴⁶⁹ Sección 227.400 (d) del Título 17 CFR.

⁴⁷⁰ Sección 227.400 (d) del Título 17 CFR.

continuación de la actividad del portal de financiación en caso de ser aconsejable para la protección de los inversores.

2.4 Portales de financiación no residentes

La legislación estadounidense establece, además, normativa específica con relación a aquellos portales de financiación que no se encuentran basados en los Estados Unidos. Son de hecho denominados como “portales de financiación no residentes” o “*non-resident funding portals*”. Se entenderá para los efectos de esta disposición normativa que un portal de financiación no residente significará un portal de financiación constituido u organizado de conformidad con las leyes de una jurisdicción fuera de los Estados Unidos o sus territorios, o teniendo su sede principal en cualquier lugar que no se encuentre en los Estados Unidos o sus territorios. La referencia a los territorios de Estados Unidos han de entenderse a Puerto Rico, las Islas Vírgenes estadounidenses en el mar Caribe, la Isla de Guam y las Islas Marianas del norte y la Samoa estadounidense. Como se ha indicado, para los portales de financiación se requiere que cada portal de financiación no residente que se registre o solicite el registro obtenga un consentimiento por escrito y un poder que designe a un agente en los Estados Unidos, a efectos de notificaciones relativo a acciones judiciales u otras acciones bajo las leyes federales de valores.

En cuanto a la regulación de su registro, se dispone que el registro de los portales de financiación no residentes estará condicionado a la existencia de un acuerdo de intercambio de información entre la SEC y el regulador competente de la jurisdicción donde el portal de financiación para no residentes tenga su lugar principal de negocios. Lo que es, a todas luces entendible y necesario, debido a que los requisitos de reconocimiento y permiso para operar no son especialmente exigentes y se limitan a aspectos más bien administrativos.

Se requiere, en este sentido, que estos portales de financiación no residentes obtengan un permiso escrito y un poder designando un agente para notificaciones (*for service of process*) en los Estados Unidos. Se debe precisar que la terminología estadounidense hace referencia al termino *served* que viene siendo como un equivalente a una notificación en el ámbito español. Se establece que se proporcione a la SEC tanto el nombre como la dirección del agente o representante en los Estados Unidos a efectos

de localización y contacto. Se excluye de los que pueden ser potenciales agentes, a la SEC o a miembros de la SEC, o funcionarios o empleados de esta. Se requiere, además, que tanto el consentimiento como el poder sea firmado por el portal de financiación no residente y el (los) agente (s) nombrado (s) para las notificaciones judiciales. Cualquier cambio de agente, así como cualquier cambio de nombre o dirección del agente existente del portal de financiación no residente deberá comunicarse a la Comisión mediante enmienda del formulario de portal de financiación. En el caso de que el portal de financiación no residente prescinda de los servicios del agente designado o en el caso de que este no pueda o rechace aceptar las notificaciones en nombre del portal de financiación no residente, este último deberá nombrar inmediatamente un sucesor del agente. La documentación relativa al consentimiento por escrito y el poder notarial mencionado anteriormente deberá mantenerse durante al menos tres años después de la finalización del acuerdo como parte de los libros y registros del portal de financiación.

Se requiere asimismo que los portales de financiación no residentes que soliciten el registro certifiquen en el Anexo C (*Schedule C*) del formulario del portal de financiación que pueden y conforme a derecho, proporcionen a la comisión y a cualquier asociación de valores nacional de la que sean miembro acceso a los libros y registros, y que pueden y conforme a derecho acepten inspecciones y exámenes presenciales por parte de la SEC y FINRA⁴⁷¹. Se precisa igualmente que el portal de financiación no residente también deberá proporcionar un dictamen jurídico de abogado de que el portal de financiación no residente puede y conforme a derecho proveerá a la SEC y cualquier asociación de valores nacional, de la que sea miembro, es decir a FINRA, con el acceso a los libros y a las inspecciones mencionadas anteriormente.

En el caso de que haya algún tipo de modificación del marco jurídico, el portal de financiación deberá recertificar en el Anexo C del formulario de portal de financiación dentro de los 90 días siguientes a cualquier cambio en el marco legal que pueda impactar la capacidad de dar acceso, o la manera en que lo proporciona, del portal de financiación no residente a la SEC y FINRA, a los libros y registros o que pueda impactar a su capacidad de examen e inspección. La citada recertificación deberá ser acompañada de

⁴⁷¹ Sección 227.400 (f) del Título 17 CFR.

un revisado dictamen legal de abogado describiendo como conforme a derecho el portal de financiación no residente puede continuar haciendo frente a sus obligaciones⁴⁷².

3. Supervisión de los portales de financiación en Estados Unidos

La supervisión de los portales de financiación o *funding portals* parece venir determinada por una competencia conjunta tanto de la propia SEC como de FINRA. Así parece derivarse de lo establecido en la sección 227.404 (e) en cuanto a los registros a mantenerse, así como la competencia para la revisión de estos. Dispone el citado precepto que todos los registros de los portales de financiación están sujetos en cualquier momento, u ocasionalmente, a revisiones y exámenes periódicos razonables, especiales u otros exámenes por parte de los representantes de la SEC y FINRA. A tal efecto deberán proporcionar copias de los registros que sean verdaderas, correctas y completas cuando sean para ello requerido por los citados representantes⁴⁷³. La posibilidad de realizar estos exámenes y por parte de las autoridades de supervisión, generan la expectativa y necesidad adicional, de una manera practica de los portales de financiación a mantener tales registros conforme a derecho. Como sucede con muchas de este tipo de disposiciones, la clave no es solo la habilitación al efecto, sino el uso de esta y la dotación de los recursos necesarios al efecto.

En este sentido, se entiende por un sector doctrinal que la SEC, debería hacer introducir enmiendas con relación a emisores y portales de financiación a efectos de proteger a los inversores no acreditados de empresas *start-ups* que hagan mal uso de la exención de *crowdfunding*. Para evitar los errores que ya cometió la Comisión durante la crisis de la *sub-prime* esta debería imponer estándares de cualificación adecuados tanto para los emisores como para las plataformas de financiación y hacer además cambios de estructura en las divisiones y departamentos de la agencia⁴⁷⁴.

FINRA, como Autoridad Reguladora de la Industria Financiera en Estados Unidos es la organización encargada de la regulación de la industria de valores. Si bien no supervisa directamente las actividades de *crowdfunding*, tiene encomendado la supervisión de las

⁴⁷² Sección 227.400 (f) (3) (ii) del Título 17 CFR, la cual dispone que “The re-certification shall be accompanied by a revised opinion of counsel describing how, as a matter of law, the nonresident funding portal can continue to meet its obligations under paragraphs (f)(3)(i)(A) and (B) of this section.”

⁴⁷³ Sección 227.404 (e) del Título 17 CFR.

⁴⁷⁴ COHEN, P., “The common denominator”, *cit.*, p.690.

actividades de los intermediarios que participan en las ofertas de *crowdfunding*. En este sentido, las ofertas de *crowdfunding* han de realizarse a través de un corredor de bolsa o un portal de *crowdfunding* que se encuentre registrado con FINRA la cual es responsable de garantizar que cumplan con las normas y reglamentos aplicables, incluidos los relacionados con la protección de los inversores y las medidas antifraude. El papel de FINRA, como se ha mencionado, es precisamente supervisar el registro de los portales de *crowdfunding* y garantizar que estos cumplan con las leyes federales de valores y las reglas de FINRA⁴⁷⁵. FINRA no juega un papel esencial en la regulación de las actividades de los portales de financiación que participan en las ofertas de *crowdfunding* en los Estados Unidos. FINRA ostenta funciones en el ámbito de la vigilancia al establecerse que examina periódicamente, dentro de los primeros 12 meses de su membresía y no menos de cada 4 años después de ese momento, a sus portales de financiación miembros para determinar el cumplimiento de las reglas del portal de financiación emitidas por ella, así como el cumplimiento de los requisitos de la SEC⁴⁷⁶.

Igualmente, las propias reglas de portales de financiación emitidas por FINRA requieren que cada miembro del portal de financiación informe a FINRA de los procedimientos regulatorios, disciplinarios y otros eventos, debiendo, además, las personas asociadas a dichos miembros informar al miembro⁴⁷⁷. Ningún miembro de FINRA podrá ser admitido o continuar como miembro, y ninguna persona podrá estar asociada con un miembro, continuar estando asociada con un miembro o transferir la asociación a otro miembro, si dicho miembro o persona es o queda sujeto a una inhabilitación (*disqualification*). Se requiere, además, se informe del evento a FINRA dentro de los 10 días posteriores al conocimiento de un evento de inhabilitación⁴⁷⁸.

FINRA establece, además, requisitos propios en cuanto a la elegibilidad de sus miembros, a tal efecto según sus estatutos ninguna persona podrá ser admitida o continuar siendo miembro, y ninguna persona deberá estar asociada con un miembro, continuar

⁴⁷⁵FINRA, “Investor Alert: Crowdfunding and the *JOBS Act*: What Investors Should Know”, Recurso electrónico, disponible en <https://www.finra.org/investors/alerts/crowdfunding-and-jobs-act> fecha de última consulta el 8 de abril de 2023.

⁴⁷⁶ FINRA, “Learn About Regulatory Oversight of Funding Portals”, Recurso electrónico, disponible en <https://www.finra.org/registration-exams-ce/funding-portals/learn-about-regulatory-oversight-funding-portals> fecha de última consulta el 8 de abril de 2023.

⁴⁷⁷ FINRA, “Learn About Regulatory Oversight”, *cit.* Ver también Regla sobre Portales de Financiación de FINRA 300(c).

⁴⁷⁸ FINRA Bylaws, Artículo V, Sección 2 (c).

estando asociada con un miembro o transferir la asociación a otro miembro, si dicha persona está o se convierte en sujeto de una descalificación⁴⁷⁹.

4. Obligaciones de los Portales de Financiación en Estados Unidos

Las obligaciones que se establecen para los portales de financiación tienen por objetivo último la protección de los inversores y del propio sistema. En la legislación estadounidense se establecen, entre otras, ciertas obligaciones de cumplimiento normativo o *compliance* para los portales de financiación entre ellas de políticas (*policies*) escritas para los portales de financiación de acuerdo con las leyes federales de títulos valores⁴⁸⁰. Dentro de las obligaciones impuestas a los portales de financiación destacan: mantenimiento de registros necesarios, obligaciones de información a los inversores asegurándose de la comprensión de estos, y obligaciones de comprobación o *due diligence*, entre otras.

4.1 Mantenimiento de los registros

Entre los registros que los portales de financiación han de mantener se incluyen: 1) los registros relativos a los inversores que han adquirido o intentado adquirir valores a través del portal de financiación, 2) los relativos a los emisores ofreciendo o intentado emitir la venta de valores a través del portal y cualquier “*control person*” de los emisores, 3) registro de todas las comunicaciones realizadas en las plataformas, 4) registros relativos a los individuos que han utilizado los canales de comunicación provistos por la plataforma, 5) los registros que acrediten el cumplimiento de los requisitos derivados de la Regulación *Crowdfunding*, 6) las notificaciones realizadas por los portales de financiación tanto a los emisores como a los inversores, 7) los acuerdos por escrito que el

⁴⁷⁹ FINRA, “Funding Portal Statutory Disqualification Process”, recurso electrónico, disponible en <https://www.finra.org/registration-exams-ce/funding-portals/statutory-disqualification-process>, fecha de última consulta el 8 de abril de 2023. Ver también FINRA Bylaws, Artículo III Calificaciones de los Miembros y Personas Asociadas, Inelegibilidad de Ciertas Personas para Membresía o Asociación, Sección disponible 3. (a) disponible en <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/corporate-organization/ineligibility-certain-persons-membership-or> fecha de última consulta el 8 de abril de 2023.

⁴⁸⁰ Sección 227.403 (a) del Título 17 CFR, la cual establece que “ (a) Policies and procedures. A funding portal must implement written policies and procedures reasonably designed to achieve compliance with the federal securities laws and the rules and regulations thereunder relating to its business as a funding portal.”

portal de financiación realice en relación con su actividad económica, 8) resúmenes diarios, mensuales y trimestrales de las transacciones que se han realizado a través de los portales, 9) así como los registros o registros de seguimiento (*trackers*) reflejando el progreso de cada emisor que utiliza el portal y el progreso en relación a las cantidades objetivas de la oferta. Como se ha mencionado anteriormente, al efecto de poder controlar el cumplimiento de los requisitos y obligaciones se permite que los representantes de la SEC y FINRA puedan realizar inspecciones de las operaciones y de las actividades de los portales de financiación, incluyendo los relativos a sistemas, premisas y registros⁴⁸¹.

Entre los requisitos y obligaciones de los portales de financiación se encuentran la necesidad de que los portales de financiación guarden todos los documentos organizacionales tanto durante sus operaciones como eventualmente las operaciones de cualquier sucesor. Los documentos organizacionales que se habrán de mantener incluyen el acuerdo de sociedad, artículos de incorporación o estatutos, libros de actas y libros de certificados de acciones⁴⁸².

Se permite que los registros de la Regla 404 se puedan mantener por terceros si se mantienen de acuerdo con los estándares requeridos. Si bien se establece que en el caso de que los portales de financiación utilicen efectivamente los servicios de terceros, no se elimina la responsabilidad los portales de financiación para la preparación y mantenimiento de los registros. Se requiere la presentación con FINRA de un compromiso escrito, por un representante autorizado de ese tercero, que declare que la propiedad es del propio portal de financiación y no del tercero y que los registros se entregaran cuando sea requerido el tercero por el portal de financiación para ello ⁴⁸³.

El citado precepto llega incluso a incluir el lenguaje que se ha de incluir en ese compromiso escrito aclarando que son propiedad del portal de financiación y que los mismos podrán ser revisados por representantes de SEC y FINRA y que se proporcionarán copias, verdaderas, correctas y completas de todo o parte de los

⁴⁸¹ Practical Law Corporate & Securities, “Crowdfunding Intermediaries: Funding”, *cit.*, epígrafe [Compliance Obligations].

⁴⁸² Sección 227.404(b) del Título 17 CFR. *Vid.* también Practical Law Corporate & Securities, “Crowdfunding Intermediaries: Funding”, *cit.*, epígrafe [Compliance Obligations].

⁴⁸³ Sección 227.404(d) del Título 17 CFR. Ver también Practical Law Corporate & Securities, “Crowdfunding Intermediaries”, *cit.*, epígrafe [Compliance Obligations].

registros⁴⁸⁴. Los registros deberán mantenerse en todo caso, y producirse y reproducirse en el formato original e inalterable en que fueron creados⁴⁸⁵.

En el caso de estar el portal de financiación sujeto a los requisitos de la *Currency and Foreign Transactions Reporting Act* de 1970 (Ley de Informes de Transacciones Extranjeras y Divisas) deberá someterse en ese caso a los requisitos de registro y mantenimiento de registros mencionados en el Capítulo 10 del Título 31 CFR. En el caso de que el periodo de mantenimiento de registros sea distinto se estará al que tenga que ser preservado durante mayor tiempo⁴⁸⁶.

4.2 Información y educación de los inversores

Se requiere, además, que los que actúen como intermediarios se aseguren de que cada inversor revise los materiales informativos de educación de inversores de acuerdo con los estándares que la comisión haya establecido por regulación⁴⁸⁷. Asimismo, deberán reafirmar en sentido positivo que el inversor entiende que corre el riesgo de pérdida del total de la inversión y que puede asumir tal pérdida⁴⁸⁸. El intermediario debe, además, asegurarse de que el inversor responde a preguntas sobre la comprensión del nivel de riesgo generalmente aplicable a las inversiones en *start-ups*, negocios embrionarios y pequeños emisores, sobre los riesgos de iliquidez y sobre otros asuntos que la SEC determine como necesarios por regulación⁴⁸⁹.

Se complementa esta regulación con la establecida en la sección 227.302 (a) (2) donde se establece que los intermediarios deben proporcionar, entre otros, materiales educativos. Con mayor detalle se requiere que al abrir una cuenta para un inversor, se

⁴⁸⁴ En este sentido la Sección 227.404 (d) del Título 17 CFR dispone la disposición que al efecto ha de incluirse en el compromiso escrito en los siguientes términos “With respect to any books and records maintained or preserved on behalf of [name of funding portal], the undersigned hereby acknowledges that the books and records are the property of [name of funding portal], and hereby undertakes to permit examination of such books and records at any time, or from time to time, during business hours by representatives of the Securities and Exchange Commission and the registered national securities association of which the funding portal is a member, and to promptly furnish to the Commission, its representatives, and the registered national securities association of which the funding portal is a member, a true, correct, complete and current hard copy of any, all, or any part of, such books and records.”

⁴⁸⁵ Sección 227.404 (c) del Título 17 CFR

⁴⁸⁶ Sección 227.404 (f) del Título 17 CFR

⁴⁸⁷ Sección 77d-1 (a) (4) (A) del Título 15 U.S. Code.

⁴⁸⁸ Sección 77d-1 (a) (4) (B) del Título 15 U.S. Code.

⁴⁸⁹ Sección 77d-1 (a) (4) (C) del Título 15 U.S. Code.

entregue al mismo, materiales educativos en un lenguaje sencillo y preciso ciertos aspectos esenciales a las operaciones de *crowdfunding*. Tal información deberá versar sobre el proceso para la oferta, compra y emisión de valores y los riesgos asociados, así como, los tipos de valores ofrecidos y vendidos disponibles para la compra en la plataforma del intermediario y los riesgos asociados con cada tipo de valor. Deberán informar, además, de las posibles restricciones a la reventa, las limitaciones a las cantidades que los inversores pueden invertir, y las limitaciones al derecho de un inversor a cancelar un compromiso de inversión y las circunstancias en las que el emisor puede cancelarlo. Dentro de los materiales educativos a proporcionar a los inversores habrá de incluirse igualmente, los tipos de información que un emisor está obligado a proporcionar, con datos sobre la frecuencia de la entrega de esa información y la posibilidad de que esa obligación de proporcionar información pueda no darse en el futuro. Por último, se les informara en los materiales educativos de la necesidad de que sea el inversor el que considere si invertir en un valor es apropiado para él, el que después de la realización de la oferta podrá o no existir una relación continua entre el emisor y el intermediario; y que es posible bajo ciertas circunstancias que un emisor deje de publicar informes anuales⁴⁹⁰.

Se aprecia que la información a facilitar abarca aquello que es necesario para una decisión informada del inversor, incluyendo información sobre aquellas eventualidades que se pueden producir incluso con posterioridad a la inversión y como le pueden impactar. La asunción de un riesgo requiere la comprensión de este, y de sus implicaciones tanto presentes como futuras, de ahí que sea necesario que los materiales educativos sean lo más completos posibles. De esta manera el inversor tendrá las herramientas necesarias para manejar sus propias expectativas en cuanto a una inversión. Es importante que se mantenga la versión actualizada de los materiales educativos y que esta esté disponible en la plataforma en todo momento. De realizarse revisiones sustanciales de estos materiales es importante que sean puestos a disposición de los inversores antes de aceptar compromisos de inversión adicionales o nuevas transacciones⁴⁹¹.

Asimismo, los intermediarios, a más tardar 21 días antes del primer día en que se vendan los valores a cualquier inversor o cualquier otro período que la SEC pueda

⁴⁹⁰ Sección 227.302 (b)(1) del Título 17 CFR.

⁴⁹¹ Sección 227.302 (b)(2) del Título 17 CFR.

establecer, deben poner a disposición de la comisión y de otros posibles inversores cualquier información proporcionada por el emisor de conformidad con el inciso (b)⁴⁹². Opina un sector doctrinal que los portales de financiación han de ser tratados como la primera línea de defensa para los inversores y de ahí la necesidad de que se les someta a un estándar de conducta más elevado al revisar las informaciones (*disclosures*) de los emisores y al educar y proteger a los inversores⁴⁹³.

A efectos de transmisión de información se establece además en la sección 227.302 los requisitos relativos a la apertura de cuentas. En este sentido, se establece la necesidad de que el inversor abra una cuenta con el intermediario y consienta a la entrega electrónica de materiales. Sin esta cuenta no podrá el intermediario o alguno de sus asociados aceptar un compromiso de inversión en una transacción que involucre la oferta o venta de valores de un proyecto de *crowdfunding*⁴⁹⁴. La información que debe ser facilitada a los inversores incluye la conforme a los requisitos de las secciones 227.300 a 227.305, a saber, materiales educativos, notificaciones y confirmaciones entre otros.

A menos que se especifique de otra manera, la información ha de ser transmitida a través de medios electrónicos, específicamente a través de un mensaje electrónico que contenga la información, o que incluya un enlace específico a la información como aparece publicada en la plataforma del intermediario, o que proporcione una notificación de la información y que esta se encuentre publicada en la plataforma del intermediario o en el sitio web del emisor. Se entenderán como mensajes electrónicos tanto los correos electrónicos, como los mensajes de redes sociales, mensajes instantáneos u otros mensajes de medios electrónicos, pero no se limita el concepto a ellos⁴⁹⁵.

Se requiere, asimismo, que cuando se proceda al establecimiento de una cuenta para un inversor, el intermediario deberá comunicar de manera inequívoca como se le compensa al intermediario en relación con las ofertas y ventas de valores, de *crowdfunding*⁴⁹⁶.

⁴⁹² Sección 77d-1 (a) (6) del Título 15 U.S. Code.

⁴⁹³ COHEN, P., "The common denominator", *cit.*, p.691.

⁴⁹⁴ Sección 227.302 del Título 17 CFR.

⁴⁹⁵ Sección 227.302 (a) del Título 17 CFR.

⁴⁹⁶ Sección 227.302 (d) del Título 17 CFR.

4.3 Adopción de medidas de reducción de riesgo de fraude

En un ámbito de tanta novedad como el *crowdfunding* parte del éxito reside en la confianza de los inversores en los portales de financiación⁴⁹⁷. La prevención del fraude y de cualquier tipo de actividad ilícita o criminal constituye por tanto una de las principales prioridades para el regulador. La regulación estadounidense es bastante estricta en relación con los supuestos de responsabilidad por fraude e intenta proteger la confianza del público en su sistema de valores y financiero como pilar de todo su sistema.

Ejemplo de ello, es una de las leyes esenciales en el marco regulatorio estadounidense, si bien no con una incidencia directa en el caso del *crowdfunding* como tal, es la ley *Sarbanes-Oxley* que fue adoptada en el año 2002 después de que se dieran diversos escándalos corporativos que afectaron negativamente la confianza del público y la imagen de grandes corporaciones y que pretendía mejorar la responsabilidad corporativa de las empresas, la información financiera disponible de estas e intentar prevenir los casos de contabilidad fraudulenta. La ley *Sarbanes-Oxley* incluyó disposiciones relativas a certificaciones sobre lo completo y exacto de los informes periódicos de las compañías, debiendo tal certificación ser realizada por sus principales ejecutivos como el CEO y CFO, la prohibición de realizar préstamos personales por parte de una compañía a sus ejecutivos, la evaluación de los procesos internos de control en el caso de la información financiera, así como incrementó las penas criminales derivadas de la comisión de fraude, así como rotación obligatoria de los auditores cada cinco años y limitando los servicios no financieros que las firmas que actúan como sus auditoras pueden proporcionar a los emisores entre otras⁴⁹⁸.

Parte de los autores se plantean las dificultades de perseguir el fraude a los inversores en las operaciones de *crowdfunding* debido a su limitado tamaño. Se plantean

⁴⁹⁷ Conviene destacar la importancia precisamente de la importancia en la confianza en las plataformas o proveedores de servicios ya que son de alguna manera “guardianes del mercado”. Ver en este sentido ZUNZUNEGUI, F., “Encuadre sistemático y conceptual”, *cit.*, p. 41 al entender que “En principio, la financiación participativa está abierta a todos los proyectos que buscan financiación, pero en aras a la eficiencia y a la creación de su propia reputación, las plataformas seleccionan aquellos proyectos que tienen mayor probabilidad de dar resultados con determinado riesgo. Se permite a las plataformas que decidan qué proyectos van a ser incluidos. La eficiencia prima sobre la inclusividad. De este modo, las plataformas ejercen de guardianes del mercado.

⁴⁹⁸ Practical Law Corporate & Securities, “US Securities Laws”, *cit.*, epígrafe [Other Federal Statutes: Sarbanes-Oxley Act.]

hasta qué punto debería ser una prioridad de cumplimiento de la SEC el perseguir los casos en el que pequeños inversores han perdido pequeñas cantidades de dinero. Argumentan que la estructura, que es típica e inherente al *crowdfunding*, requiere que los reguladores consideren sobre cómo asignar recursos limitados para perseguir el fraude y cómo eso se puede incluir en la jerarquía de prioridades, ya que los participantes en el mercado del *crowdfunding* poco regulado probablemente resulten más difíciles objetivos que sus contrapartes en la obtención de capital tradicional. Entiende que el peligro deriva del hecho de que cuanto menos información se necesite proporcionar, mayor es el grado en el que se puede defraudar a un inversor de una manera que es difícil de detectar o enjuiciar⁴⁹⁹.

La facilitación de información por parte de los portales de financiación a los inversores como medio de reducción del fraude y de protección de los inversores se encuentra referida en el epígrafe anterior, si bien esta puede no ser suficiente. Los intermediarios de las operaciones de *crowdfunding*, y por tanto los portales de financiación, deberán, además, tomar las medidas que reduzcan el riesgo de fraude respecto a tales transacciones según establezca la comisión por regulación, y que pueden ser entendidas como medidas de comprobación o *due diligence*. Por ello, la SEC encomienda a los intermediarios de *crowdfunding*, reducir los riesgos y mitigar el fraude, mediante una selección de los proyectos. Como parte de esta selección, el intermediario debe tener una base razonable para concluir que tanto el emisor como el inversor son elegibles bajo las reglas de *crowdfunding*, así como confirmar que el emisor ha establecido medios para mantener registros precisos de tenedores de valores, y debe, además, realizar cierta diligencia debida a través de verificaciones de antecedentes y verificación con los valores aplicables, y con las agencias reguladoras relevantes para evaluar si el emisor es elegible para participar⁵⁰⁰.

Consecuentemente, se entiende por la doctrina que se podrá denegar el acceso del emisor a la plataforma, si el intermediario tiene una base razonable para concluir que el emisor o las personas que lo administran está inhabilitado para participar en un campaña o proyecto de *crowdfunding* incluyendo aquellos casos es que se cuestiona si los

⁴⁹⁹ BROMBERG, A.R., LOWENFELS, L.D., and SULLIVAN, M.J. “Direct-Personal Dealing”, *cit.*, epígrafe [13:207. Enforcement priorities in the context of equity crowdfunding].

⁵⁰⁰ *Vid.* LONG, J.C., KAUFMAN, M., and WUNDERLICH, J.M., “Federal Preemption”, *Blue Sky Law*, *cit.*, epígrafe [5:30. “Regulation A+” and Offers and Sales to Qualified Purchasers-What is Regulation A+?]

inversores están suficientemente protegidos en el caso de esa oferta. Los intermediarios deben, además, proporcionar a los inversores materiales educativos con información relativa al proceso de oferta, los tipos de valores vendidos, riesgos asociados, etc. y, además, debe obtener confirmación positiva del inversor de que comprende los riesgos, y especialmente la posibilidad de perder toda la inversión como ya se ha mencionado anteriormente⁵⁰¹.

A tal efecto, la regulación estadounidense establece en la sección 227.301 tales medidas, las cuales serán necesario tomar para intentar reducir el riesgo de un fraude. Establece tal provisión que un intermediario en una transacción que involucre oferta de *crowdfunding* deberá cumplir con ciertas precauciones⁵⁰². Se establecen consecuentemente medidas orientadas a comprobar la “autenticidad” de la oferta. En este sentido, el apartado (a) determina que debe tener una base razonable para creer que un emisor busca verdaderamente ofrecer y vender valores de conformidad con la sección en la que se regula el *crowdfunding* a través de la plataforma de financiación y que cumple con los requisitos establecidos al efecto y con los otros requisitos que puedan resultar pertinentes.

Para satisfacer este requisito un intermediario puede confiar en las declaraciones del emisor sobre el cumplimiento de estos requisitos a menos que el intermediario tenga razones para cuestionar la confiabilidad de dichas manifestaciones⁵⁰³. En el apartado (b) se requiere que el intermediario tenga una base razonable para creer que el emisor ha establecido los medios para mantener registros precisos de los tenedores de los valores que ofrecería y vendería a través de la plataforma intermediaria⁵⁰⁴. A estos efectos y al igual que se ha mencionado anteriormente el intermediario pueda confiar en las declaraciones del emisor sobre los medios de registro y de mantenimiento del registro, a menos que el intermediario tenga motivos para cuestionar la confiabilidad de tales declaraciones por parte del emisor. Se considera que un intermediario ha satisfecho este

⁵⁰¹ *Vid.* LONG, J.C., KAUFMAN, M., and WUNDERLICH, J.M., “Federal Preemption”, *Blue Sky Law*, *cit.*, epígrafe [5:30. “Regulation A+” and Offers and Sales to Qualified Purchasers-What is Regulation A+?]

⁵⁰² Sección 227.301 (a) del Título 17 CFR.

⁵⁰³ Sección 227.301 (b) del Título 17 CFR.

⁵⁰⁴ Sección 227.301 (b) del Título 17 CFR, Ver también, *The S Corporation Handbook*, epígrafe 5:25. [SEC adopts rules for *crowdfunding* and *crowdfunding* intermediaries],

requisito si el emisor ha contratado los servicios de un agente de transferencia registrado⁵⁰⁵.

Se requiere, además, que el intermediario deniegue acceso a su plataforma a un emisor si tiene una base razonable para creer que el emisor o alguno de sus gerentes, directores (o cualquier persona que ocupe un status similar o desempeñe una función similar) o los propietarios beneficiarios del 20 por ciento o más de los valores con derecho a voto en circulación puede ser sometido a una inhabilitación (*disqualification*) según la sección 227.503. Para cumplir este requisito, un intermediario debe, como mínimo, llevar a cabo una verificación del historial reglamentario de ejecución de valores y antecedentes de cada emisor cuyos valores serán ofrecidos por el intermediario y para cada gerente, director o beneficiario efectivo del 20 por ciento o más de los valores de renta variable con derecho a voto del emisor, calculados sobre la base del poder de voto⁵⁰⁶. Estas medidas, la obtención de los antecedentes (*background*) y de un histórico de ejecuciones de valores, para cada oficial director y persona que ostente más del 20% de las acciones emitidas de cada uno de los emisores cuyas acciones sean ofrecidas por esa persona están requeridas asimismo en la regulación del *U.S. Code*⁵⁰⁷.

Existe, además, un segundo supuesto por el cual la plataforma de financiación podrá denegar a un emisor el acceso a la plataforma y éste de producirá cuando la plataforma tenga una base razonable para creer que el emisor o la oferta presenta un fraude potencial o plantea cuestiones sobre la protección del inversor⁵⁰⁸. En este caso, un intermediario debe denegar el acceso si cree razonablemente que no puede evaluar adecuada o efectivamente el riesgo de fraude del emisor o de su oferta potencial⁵⁰⁹. Además, si un intermediario toma conocimiento después de que ha otorgado acceso, de información que le hace creer razonablemente que el emisor o la oferta presenta un fraude potencial o plantea inquietudes sobre la protección del inversor, el intermediario debe retirar la oferta de su plataforma, cancelar la oferta y devolver (o, para los portales de financiación, el retorno directo) los fondos que hayan sido comprometidos por los

⁵⁰⁵ Sección 227.301 (b) del Título 17 CFR, con referencia a la sección 17A de la Exchange Act (15 U.S.C. 78q-1(c)).

⁵⁰⁶ Sección 227.301 (c)(1) del Título 17 CFR.

⁵⁰⁷ Sección 77d-1(a) (5) del Título 15 U.S. Code.

⁵⁰⁸ Sección 227.301 (c)(2) del Título 17 CFR.

⁵⁰⁹ *The S Corporation Handbook*, epígrafe 5:25. [SEC adopts rules for *crowdfunding* and *crowdfunding* intermediaries].

inversores en la oferta⁵¹⁰. Como medida contra el fraude se establece, además, el que los portales de financiación canalizan los fondos un depositario independiente hasta que el emisor alcance el monto de su oferta objetivo⁵¹¹.

Cierto sector doctrinal ha entendido que la SEC debería, sin embargo, imponer una obligación más elevada a los portales de financiación para que estos lleven a cabo una investigación básica sobre los emisores para confirmar el cumplimiento por estos de sus obligaciones derivadas de la regulación de valores⁵¹².

Algún autor ha matizado en cuanto a las medidas antifraude de las leyes de valores, al entender que, aunque estas aplican a transacciones que están exentas, debido a que los recursos de la SEC son limitados, hay que manejar las expectativas que no se puede esperar que la SEC sea eficaz en relación con el *crowdfunding*, especialmente considerando los problemas de aplicación reportados que implican intereses económicos mucho mayores como ocurrió en el caso Madoff⁵¹³.

4.4 Control de los límites y condiciones de la inversión

Se establecen además obligaciones relativas a las aportaciones por los inversores. Los intermediarios deben realizar los esfuerzos que la comisión considere apropiados para que sea garantizado que ningún inversor en un periodo de 12 meses compre valores ofrecidos de conformidad con la excepción de *crowdfunding* que, en conjunto de todos los emisores exceda los límites de inversión establecidos al efecto⁵¹⁴. Además, deben asegurarse de que todos los ingresos de la oferta sólo se proporcionen al emisor cuando el agregado del capital total recaudado de todos los inversores sea igual o al menos mayor a la cantidad que tenía como objetivo la oferta. Deben, asimismo, permitir a todos los inversores cancelar sus compromisos de inversión según la comisión determine apropiado por regulación⁵¹⁵.

⁵¹⁰ Sección 227.301 (c)(2),.

⁵¹¹ *Vid.* LONG, J.C., KAUFMAN, M., and WUNDERLICH, J.M, “Federal Preemption”, *Blue Sky Law*, *cit.*, epigrafe [5:30. “Regulation A+” and Offers and Sales to Qualified Purchasers-What is Regulation A+?]

⁵¹² COHEN, P., “The common denominator”, *cit.*, p.692.

⁵¹³ HAZEN, T., “Crowdfunding or Fraudfunding?”, *cit.*, p.1757.

⁵¹⁴ Sección 77d-1 (a) (8) del Título 15 U.S. Code.

⁵¹⁵ Sección 77d-1 (a) (7) del Título 15 U.S. Code.

Otras cuatro obligaciones son establecidas en relación a los inversores: 1) los intermediarios deberán tomar medidas para proteger la privacidad de la información recopilada de los inversores según determina la comisión por regulación, 2) los intermediarios no deberán compensar por proporcionar al *broker* o al portal de financiación con la información de identificación personal de cualquier inversor potencial, a promotores, buscadores o generadores, 3) se prohíbe, además, a los directores funcionarios o socios o a cualquier persona que ocupe un estatus similar y realicen una función similar, el que tenga intereses financieros en un emisor que utiliza sus servicios, y por último 4) deberán cumplir con los demás requisitos que la comisión pueda por regulación prescribir para la protección de los inversores o para el interés público⁵¹⁶.

Con relación a la primera obligación mencionada en el párrafo anterior, se requiere, que los portales de financiación cumplan con los requisitos S-P que determinan la información financiera necesaria para los consumidores, así como los requisitos relativos a la protección y salvaguarda de la información personal privada⁵¹⁷. En cuanto a la segunda y tercera por estar más relacionadas con los potenciales conflictos de intereses, se analizarán en el correspondiente epígrafe. La cuarta obligación, es en el fondo una mención que deja abierta la posibilidad de establecer otros requisitos cuando así se considere por la comisión. Tiene sentido su inclusión, dada la novedad del mecanismo, y la imposibilidad de abarcar y regular todas las posibles complicaciones, o supuestos en que se pueda comprometer la protección de los inversores. Se entiende que los portales de financiación se encuentran en la mejor situación y tienen el mayor conocimiento entre los emisores y los inversores no acreditados de ahí que sean la última línea de defensa para proteger a los inversores para identificar y prevenir fraude, asegurarse el cumplimiento de los emisores y empoderar a los inversores a que realicen decisiones de inversión informadas⁵¹⁸.

⁵¹⁶ Sección 77d-1 (a) (9), (10), (11) y (12) del Título 15 U.S. Code.

⁵¹⁷ Practical Law Corporate & Securities, “Crowdfunding Intermediaries”, *cit.*, epígrafe [Compliance Obligations]. Ver en este sentido Sección 227.403 (b) del Título 17 CFR, la cual establece que “(b) Privacy. A funding portal must comply with the requirements of part 248 of this chapter as they apply to brokers.”

⁵¹⁸ COHEN, P., “The common denominator”, *cit.*, p.692.

5. Ausencia de requisitos prudenciales o de salvaguarda referidos a los portales de Financiación en Estados Unidos

No establece la regulación estadounidense requisitos prudenciales como tal bajo esa denominación, a diferencia de lo que ocurre con la legislación española en donde, bajo esa etiqueta, se establecen las salvaguardias para asegurar la continuidad de la actividad. Como tal, solo la sección 227.400 en su apartado c) relativo al registro del sucesor, ya examinada, es el único que parece hacer referencia a la posibilidad de la continuación de la actividad de un portal de financiación por otro sin entrar en los motivos o causas de esa posible sucesión.

No se establece en la regulación estadounidense requisito de recursos propios o seguros que los portales de financiación habrán de tener a efectos de desarrollar su actividad si bien conviene destacar que esa opción sí se planteó en la modalidad de establecer un *fidelity bond* en el sentido de seguro o fianza de fidelidad. A tal efecto conviene destacar la mención contenida en la información complementaria en la publicación de la Regulación Crowdfunding Regla Final en la sección *D. Additional Funding Portal Requirements 1. Registration Requirement apartado c) Fidelity Bond*. La de norma 400(f), de haber sido aprobada en los términos que se propuso, habría requerido que los portales de financiación, tuvieran como condición de registro, y posteriormente mantuvieran durante su registro, un *fidelity bond* o fianza de fidelidad por una cobertura mínima de \$100,000; que cubriese a cualquier persona asociada al portal de financiación a menos que se exceptuase en las reglas establecidas por FINRA u otra asociación nacional de valores de la que es miembro; y cumplierse con cualesquiera otros requisitos aplicables establecidos por FINRA u otra asociación nacional de valores registrada.

La potencial incorporación de este requisito buscaba asegurar a los inversores contra la pérdida de fondos que podría ocurrir si el portal de financiación violara la prohibición expresa sobre la tenencia, gestión, posesión o manejo de cualquier otro modo de los fondos o valores de los inversores. Finalmente se optó, tras el análisis de los comentarios a favor y en contra, por la no inclusión de este requisito entendiendo que el mismo podía no ser apropiado y entendiendo que las protecciones y prohibiciones establecidas en la Sección 3(a)(80) de la *Exchange Act* sobre tenencia, administración, posesión o manejo de otro modo de los fondos o valores de los inversores proporcionan

protecciones mayores y más sustanciales a los inversores. Asimismo, entendieron en la regla final que no era necesario establecer requisitos de capital neto mínimo. La SEC entendió que la carga del establecimiento de una fianza de fidelidad (*Fidelity bond*) quizás no se compensaba con los potenciales beneficios entendiendo que ello podría crear una potencial barrera de entrada para algunos portales de financiación y quizás no sea esencial como mecanismo de protección, teniendo en cuenta las restricciones legales sobre las actividades permitidas de los portales de financiación⁵¹⁹.

Si bien es comprensible el interés del legislador estadounidense en no establecer requisitos demasiado exigentes que puedan comprometer el establecimiento de portales de financiación y el uso del mecanismo del *crowdfunding*, lo cierto es que quizás el establecimiento de algún requisito prudencial podría haber sido aconsejable. En este sentido, la postura del legislador europeo, y por extensión el español, parece ser más acorde con la realidad de que en ocasiones, proveedores, o portales de financiación no suficientemente cualificados acceden al mercado, y ha de anticiparse las consecuencias negativas de su desafortunada gestión.

6. Régimen de *compliance* y conflictos de intereses

En el ámbito de *compliance* se requiere por tanto que los portales de financiación (*funding portals*) deben implementar políticas y procedimientos escritos razonablemente diseñados para lograr el cumplimiento de las leyes federales, dentro de esas obligaciones debe cumplir con los requisitos de privacidad del 17 CFR 248 y aplicándoseles los mismos requisitos que a los corredores⁵²⁰.

⁵¹⁹ SEC, Final Rule: Regulation Crowdfunding, *cit.*, p.259-260.

⁵²⁰ Sección 227.403(b) del Título 17 CFR el cual establece que “(b) Privacy. A funding portal must comply with the requirements of part 248 of this chapter as they apply to brokers.” Ver BLOOMENTHAL, H.S., WOLFF, S., *International Capital Markets and Securities Regulation*, Thomson Reuters, September 2019 Update, Recurso electrónico, epigrafe [10:35.76 AML and Other Compliance issues affecting crowdfunding portals], fecha de última consulta el 26 de abril de 2020, quien entendía que los portales de financiación también debían someterse a las disposiciones de AML, y en este sentido establecía que “A funding portal must comply with the requirements of 31 CFR chapter X applicable to registered brokers (money laundering) and 17 CFR 248 (privacy) as they apply to brokers.” Si bien esa consideración fue valorada durante la redacción de la Regulation Crowdfunding, finalmente se decidió no incluir una mención específica en la regla final en este sentido SEC, Final Rule: Regulation Crowdfunding, *cit.*, p.272 : “We are not, however, adopting proposed Rule 401(b). As described in more detail in Section II.D.4.b. below, we have determined that the imposition of AML requirements on funding portals should be addressed outside of the rules that we are adopting in this release.”

Como se ha mencionado, se requiere que las plataformas de financiación tengan políticas y procedimientos escritos y diseñados para poder tener *compliance* o conformidad normativa con las leyes de valores estadounidenses⁵²¹. Entre esas medidas destacan las medidas de conflictos de intereses. La regulación de los portales de financiación como intermediarios de las campañas de *crowdfunding* contiene, asimismo, disposiciones legales con relación a ciertas limitaciones de propiedad, las cuales parecen establecerse precisamente para evitar conflictos de intereses. Con relación tangencial, por tanto, a los conflictos de intereses, la Sección 227.300 (b) establece ciertos requisitos en relación a los intereses financieros de las plataformas de participación y dispone que cualquier director funcionario o socio de un intermediario o cualquier persona ocupando un status similar o desempeñando una función similar no puede tener un interés financiero en un emisor que esté ofreciendo o vendiendo valores de conformidad con la sección en la que se regula el *crowdfunding*, a través de la plataforma del intermediario⁵²². Tampoco se permite que el intermediario reciba un interés financiero en un emisor como compensación por los servicios prestados o en beneficio de este en relación con la oferta o venta de dichos valores.

Si bien existe a una excepción a esa prohibición, y se permite un caso en el que el intermediario pueda tener un interés financiero en el emisor siempre y cuando se trate de un interés financiero otorgado en compensación por los servicios proporcionados al emisor y relativos a la oferta, y se trate de valores de la misma clase, condiciones, derechos y términos que los valores vendidos en la plataforma⁵²³. Se entiende por interés financiero, para esta disposición, una propiedad directa o indirecta en un interés o interés económico en cualquier clase de valor del emisor⁵²⁴.

Se entiende, a efectos también de esta disposición, por persona asociada de un portal de financiación o persona asociada a un portal de financiación a cualquier socio, funcionario, director o administrador de un portal de financiación (o cualquier persona que ocupe un status similar o realice funciones similares), a cualquier persona que

⁵²¹ Sección 227.403 (a). Ver también BLOOMENTHAL, H.S., WOLFF, S., *International Capital Markets*, cit., epígrafe [10:35.76 AML and Other Compliance issues affecting crowdfunding portals].

⁵²² Sección 227.300 (b) del Título 17 CFR. Vid. también PASTOR NÚÑEZ DE CASTRO, E., (2020), “Análisis de los límites de inversión y mecanismos”, cit., p. 1235.

⁵²³ Sección 227.300 (b) del Título 17 CFR. Ver también Practical Law Corporate & Securities, “Crowdfunding Intermediaries”, cit., epígrafe [Restrictions on Ownership].

⁵²⁴ Sección 227.300 (b) (2) del Título 17 CFR

controle directa o indirectamente a dicho portal de financiación, o a cualquier empleado de un portal de financiación. Se exceptúan a aquellas personas asociadas con un portal de financiación cuyas funciones sean exclusivamente administrativas o ministeriales⁵²⁵. Se entienden, asimismo, a los intermediarios como tales, tanto a los corredores registrados bajo la sección 15 (b) de la *Exchange Act* (15 U.S. Code 78o (b)) como a un portal de financiación registrado bajo 227.400 e incluye, donde sea relevante, una persona asociada del corredor registrado o del portal de financiación registrado⁵²⁶.

De gran interés práctico son las preguntas frecuentes (FAQ) que brindan orientación sobre los Requisitos para Intermediarios (Regla 300 del Reglamento *Crowdfunding*) y el Reglamento del Portal de Financiación (Regla 400 del Reglamento *Crowdfunding*) y que fueron emitidas el 25 de septiembre de 2018 por parte de la División de Comercio y Mercados de la SEC. Las citadas preguntas frecuentes aclararon igualmente y en el mismo sentido expuesto que los intermediarios pueden tener intereses financieros en un emisor siempre y cuando se den ciertas condiciones, tales como el hecho de que el interés financiero consista en valores de la misma clase y que tengan los mismos términos, condiciones y derechos que los valores ofrecidos o vendidos a través del intermediario. Ahora bien, en relación con este punto se establece que aquellos que sean directores, funcionarios o socios de un intermediario, o cualquier persona que tenga un estatus o función similar tienen prohibido tener algún interés financiero en un emisor que utiliza los servicios del intermediario⁵²⁷.

En relación al blanqueo de capitales o *Anti-Money Laundering* (AML), si bien no se incluyó una referencia específica como tal, los portales de financiación que deban cumplir con los requisitos de la *Currency and Foreign Transactions Reporting Act* de 1970 (también conocida como la Ley de Secreto Bancario, o BSA), sí que conllevará típicamente en este caso las actividades desarrolladas por los portales de financiación, el establecimiento de un programa de prevención del blanqueo de capitales (Requerimiento AML), de identificación del cliente (Requerimiento CIP), de control y monitoreo de actividades sospechosas (Requerimiento SAR) y de cumplimiento con las solicitudes de

⁵²⁵ Sección 227.300 (c)(1) del Título 17 CFR.

⁵²⁶ Sección 227.300 (c)(3) del Título 17 CFR.

⁵²⁷ SEC, “FAQs Regarding Intermediary Requirements and Funding Portal Regulation Under Regulation Crowdfunding”, Pregunta 300.1, disponible en <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/tmcompliance/cfportal-faqs>, fecha de última consulta el 15 de junio de 2023.

la Red de Ejecución de Delitos Financieros *Financial Crimes Enforcement Network* (“FinCEN”) (Requerimiento de la Sección 314(a))⁵²⁸.

7. Relaciones de los portales de financiación con terceros

Dispone la sección 77d-1(10) del Título 15 del *U.S. Code* que no se podrá compensar a los promotores, buscadores o generadores de prospectos por proporcionar al corredor o al portal de financiamiento la información de identificación personal de cualquier inversor potencial⁵²⁹.

La sección 227.305 (a) prohíbe que los intermediarios, entre ellas los portales de financiación, puedan compensar a ninguna persona por identificar a inversores potenciales en proyectos de *crowdfunding* y por proporcionar esa información personal identificable⁵³⁰. El apartado (b) de la sección precisa para ello que ha de entenderse como información de identificación personal, entendiéndose por tal aquella que sirva para distinguir o buscar la identidad de un individuo, ya sea utilizada por sí misma o en combinación con otra información personal ligada o “vinculable” a un individuo o persona concreta⁵³¹. En igual sentido, este aspecto ha sido esclarecido por las preguntas frecuentes (FAQ) por parte de la División de Comercio y Mercados de la SEC, donde se clarifica que un intermediario no puede compensar a un tercero por proporcionar al intermediario la información de identificación personal de cualquier inversor o inversor potencial⁵³².

Diferente es, sin embargo, la posibilidad de remunerar a un tercero por referencias. En este sentido, la sección 227.402 (b) (6) permite compensar a un tercero cuando este refiere a una persona al portal de financiamiento, siempre y cuando el tercero no proporcione como se ha mencionado información de identificación personal de cualquier inversor potencial, y la compensación, no se base, directa o indirectamente, en la compra

⁵²⁸ BLOOMENTHAL, H.S., WOLFF, S., *International Capital Markets, cit.*, epigrafe [10:35.76 AML and Other Compliance issues affecting crowdfunding portals].

⁵²⁹ Sección 77d-1(10) del Título 15 del US Code.

⁵³⁰ Sección 227.305 apartado (a)

⁵³¹ Sección 227.305 (b) del Título 17 CFR.

⁵³² SEC, “FAQs Regarding Intermediary Requirements and Funding Portal Regulation Under Regulation Crowdfunding”, *cit.*, Pregunta 305.1.

o venta de un valor de *crowdfunding* ofrecido a través de la plataforma del portal de financiación.

También puede el portal de financiación compensar pagar u ofertar el pago a corredores/agentes de bolsa por sus servicios incluyendo entre ellos las referencias a otros (*referrals*) que estén conectados con lo oferta de *crowdfunding* por el portal de financiación siempre que se den ciertas condiciones⁵³³. También se permite recibir retribuciones de corredores y agentes por servicios que el propio portal de financiación preste en relación con la oferta o venta de valores de *crowdfunding* si bien sujetas a ciertas condiciones igualmente⁵³⁴. Las condiciones de ambos supuestos son las mismas y requiere que los servicios se brinden de conformidad con un acuerdo escrito entre el portal de financiación y el corredor o comerciante registrado, los servicios y compensaciones estén permitidos conforme a la sección, y, además, cumplan con las reglas de cualquier asociación nacional de valores registrada de la cual el portal de financiación sea miembro, a saber, FINRA⁵³⁵.

Los portales de financiación deberán indicar a los inversores que transmitan el dinero o contraprestación directamente a un tercero calificado que haya aceptado por escrito retener los fondos en beneficio de las personas con derecho a hacerlo y transmitirlos o devolverlos sin demora en los casos en que proceda conforme a la regulación. Podrán efectuar el papel de tal tercero calificado bien un corredor o comerciante registrado (*registered broker or dealer*) que lleve cuentas de clientes o de corredores o comerciantes y mantenga fondos o valores para esas personas, bien un banco o cooperativa de ahorro y crédito (si está asegurada por la Administración Nacional de Cooperativas de Ahorro y Crédito)⁵³⁶. En el caso de que se trate de un banco o cooperativa de crédito este debe haber acordado por escrito o mantener los fondos en depósito (*escrow*) para las personas que tengan los intereses en ellos y transmitir o devolver dichos fondos directamente a las personas con derecho a ellos cuando así se indique por el portal

⁵³³ Sección 227.402 (b) (7) del Título 17 CFR. Ver también Practical Law Corporate & Securities, “Crowdfunding Intermediaries”, *cit.*, epígrafe [Safe Harbor]. Ver U.S. SEC, “Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Crowdfunding Intermediaries”, Recurso electrónico, disponible en <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/tmcompliance/cfintermediaryguide.htm>, fecha de última consulta el 29 de julio de 2023.

⁵³⁴ Sección 227.402 (b) (8) del Título 17 CFR, Ver también Practical Law Corporate & Securities, “Crowdfunding Intermediaries”, *cit.*, epígrafe [Safe Harbor].

⁵³⁵ Sección 227.402 (b) (7) y (8) del Título 17 CFR.

⁵³⁶ Sección 227.303 (e) (2) del Título 17 CFR

de financiación, o mantener una cuenta (o cuentas) para el beneficio exclusivo de los inversores y el emisor⁵³⁷. El contrato de *escrow* referido en el ámbito estadounidense tiene su equivalente según un sector doctrinal en un contrato atípico como especialidad del contrato de depósito⁵³⁸. Algún autor ha puesto de manifiesto como el uso de cuentas de *escrow* o depósito después de la conclusión de una campaña de *crowdfunding* puede proteger a los inversores de futuros fraudes por parte del emisor, así como mitigar el riesgo general de inversión en proyectos de *crowdfunding*⁵³⁹.

El portal de financiación que sea un intermediario en una transacción de *crowdfunding* debe indicar al tercero calificado a transmitir los fondos del tercero calificado al emisor cuando el monto total de los compromisos de inversión de todos los inversores sea igual o superior al monto objetivo de la oferta y haya transcurrido el período de cancelación. Conviene, sin embargo, mencionar, que en ningún caso el portal de financiación podrá ordenar la antedicha transmisión de fondos antes de que hayan transcurrido 21 días desde la fecha en que el intermediario ponga a disposición del público en su plataforma la información requerida que ha de ser proporcionada por el emisor. Podrá, además, el portal de financiación cuando proceda indicar al tercer cualificado bien a devolver fondos a un inversor cuando se haya cancelado un compromiso de inversión bien devolver los fondos a los inversores cuando un emisor no completa la oferta⁵⁴⁰.

En similar sentido se expresa la sección 227.402 (b) (13) al establecer que el portal de financiación podrá asimismo indicar al tercero calificado, a que libere los ingresos al emisor al finalizar la oferta de *crowdfunding* o bien a que devuelva los ingresos a los inversores en caso de que se cancele un compromiso de inversión o una oferta. Las mencionadas relaciones con terceros son perfectamente entendibles y permisibles, dado que son requeridas a efectos de las necesarias transmisiones de fondos, ya que los portales de financiación no cuentan con tales autorizaciones, por lo que se requiere inevitablemente de un tercero para ello.

⁵³⁷ Sección 227.303 (e) (2) (ii) del Título 17 CFR

⁵³⁸ Ver en este sentido entre otros TOLMOS, L.M., “La protección jurídica del inversor: el tercero de confianza, medios de pago y compliance”, *Crowdfunding: Aspectos Legales.*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico, epígrafe III [La figura del tercero de confianza o contrato de escrow]

⁵³⁹ CARNI, U., “Protecting the crowd through escrow: three ways that the SEC can protect crowdfunding investors”, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 08/2014, Volumen 19, Número 3, p.681-706, p.703.

⁵⁴⁰ Sección 227.303 (e) (3) (ii) y (iii) del Título 17 del CFR.

8. Régimen de actividades permitidas por parte de los portales de financiación

Se requiere en la sección 227.402 del CFR, para que el portal de financiación se pueda registrar como tal portal de financiación y no como corredor, que no realice ciertas actividades o preste ciertos servicios, a saber: ofrezca consejos de inversiones o recomendaciones, solicite compras, ventas u ofertas para comprar títulos valores ofertados en la plataforma, no podrá tampoco compensar a los empleados, agentes, u otras personas por realizar solicitudes de inversiones (*solicitation*), o en base a las ventas realizadas⁵⁴¹. Igualmente, tampoco podrán mantener, gestionar, poseer o de otra manera manejar los fondos de los inversores o de los títulos valores (*securities*). A las plataformas de financiación si bien no se les permite la prestación de ciertos servicios, sí se les permite, sin embargo, la realización de determinadas actividades con ciertas condiciones.

En este sentido, la SEC ha establecido en la sección 227.402 la posibilidad de que los portales de financiación realicen o participen en ciertas actividades limitadas si bien de manera que sea consistente con las condiciones generales de la exención. Las citadas actividades se refieren, a grandes rasgos, a la posibilidad de decidir si y en qué términos los emisores pueden ofrecer títulos valores en sus plataformas, aplicar criterios objetivos para destacar ciertas ofertas que se anuncian en sus plataformas, proporcionar funcionalidades de búsqueda objetiva, además, de otras herramientas que permitan a los inversores la búsqueda y clasificación de las campañas de financiación listadas en la plataforma, permitiéndose, además, el establecimiento de canales de comunicación en sus plataformas para que los inversores puedan comunicarse entre sí y con los representantes de los emisores, además, pueden estas aconsejar a los emisores sobre aspectos relativos a la estructura o contenido de una oferta instrumentalizada a través de *crowdfunding* así como de asistir en la preparación de la documentación requerida⁵⁴².

Como se ha mencionado, el portal de financiación, siempre de conformidad con las prohibiciones de la sección 3(a)(80) de la *Exchange Act* (requisito aplicable a todas las actividades que figuran a continuación), podrá determinar si y bajo qué términos permite que un emisor ofrezca y venda valores de *crowdfunding* a través de su plataforma⁵⁴³.

⁵⁴¹ Sección 227.402 (a) del Título 17 CFR.

⁵⁴² Practical Law Corporate & Securities, “Crowdfunding Intermediaries”, *cit.*, epígrafe [Safe Harbor].

⁵⁴³ Sección 227.402 (b) (1) del Título 17 CFR.

Podrá igualmente, el portal de financiación, aplicar criterios objetivos para destacar ofertas en la plataforma del portal de financiación, si bien los criterios deberán estar razonablemente diseñados para resaltar una amplia selección de emisores aplicarse estos consistentemente a todos los emisores y ofertas, y mostrarse claramente en la plataforma del portal de financiación. Se proporcionan ciertos ejemplos de lo que pueden ser criterios objetivos y entre ellos se puede incluir, el tipo de valores que se ofrecen, la ubicación geográfica del emisor, la industria o segmento comercial del emisor, el número o monto de los compromisos de inversión asumidos, el avance en el cumplimiento del monto de oferta objetivo del emisor o, en su caso, el monto máximo de oferta, y el monto mínimo o máximo de inversión. El portal de financiación no podrá destacar un emisor u oferta en función de la conveniencia de invertir en el emisor o su oferta ya que esto comprometería su necesaria neutralidad. Tampoco podrá consecuentemente recibir compensaciones especiales o adicionales por destacar uno o más emisores u ofertas. Si que se permite sin embargo el que el portal facilite funciones de búsqueda, filtrado u otras que permitan buscar, ordenar o categorizar las ofertas disponibles a través de la plataforma en base a criterios objetivos, similares a los mencionados anteriormente, y en similar sentido, sin permitir un criterio de búsqueda basado en la conveniencia de invertir, o en una evaluación de cualquier característica del emisor, su plan de negocios, su gestión clave o los riesgos asociados con una inversión⁵⁴⁴.

Como se analiza en el epígrafe siguiente se permite a los portales de financiación proporcionar canales de comunicación para la comunicación de los inversores entre sí y con los representantes del emisor⁵⁴⁵. Podrá asimismo el portal de financiación asesorar a un emisor sobre la estructura o el contenido de la oferta del emisor, e incluir asistencia a este en la preparación de la documentación de la oferta⁵⁴⁶.

El portal de financiación podrá además realizar ciertas transacciones con terceros, si bien en el análisis de estas nos referimos al epígrafe anterior (*7.Relaciones de los portales de financiación con terceros*)⁵⁴⁷. Puede además publicitar la existencia del portal de financiación e identificar uno o más emisores u ofertas disponibles en el portal siguiendo igualmente criterios objetivos cuyas indicaciones son iguales a las de los

⁵⁴⁴ Sección 227.402 (b) (2) (iii) del Título 17 CFR.

⁵⁴⁵ Sección 227.402 (b) (4) del Título 17 CFR.

⁵⁴⁶ Sección 227.402 (b) (5) del Título 17 CFR.

⁵⁴⁷ Ver Epígrafe 7.Relaciones de los portales de financiación con terceros en relación al análisis de las Secciones Sección 227.402 (b) (6), (7), (8) y (13) del Título 17 CFR.

criterios objetivos para destacar ofertas en la plataforma del apartado segundo⁵⁴⁸. De tener base razonable o dudas fundadas sobre un posible fraude del emisor o de la oferta, o sobre la protección de los inversores puede denegar el acceso a la plataforma o cancelar una oferta como ya se ha mencionado anteriormente⁵⁴⁹.

En cuanto a las transacciones propiamente dichas, podrá aceptar en nombre de un emisor, un compromiso de inversión en valores de *crowdfunding* ofrecidos por ese emisor en la plataforma del portal de financiación⁵⁵⁰. Asimismo, el portal de financiación puede indicar a los inversores donde transmitir fondos o remitir pagos en relación con la compra de valores ofrecidos y vendidos de conformidad con la excepción de *crowdfunding*⁵⁵¹.

9. Canales de comunicación facilitados por los portales de financiación

A efectos de facilitar el acceso a más información y opiniones se requiere además que los portales de financiación y los corredores de bolsa, es decir los intermediarios de *crowdfunding*, deban tener canales de comunicación transparentes para que los inversores puedan intercambiar información sobre una oportunidad de inversión y sus ventajas y desventajas, así como poder plantear preguntas a la empresa⁵⁵².

La sección 227.402(b)(4) establece los canales de comunicación que un intermediario debe proporcionar en su plataforma para que las personas puedan comunicarse entre sí con representantes del emisor sobre las ofertas disponibles en la plataforma del intermediario siempre que se cumplan cuatro condiciones. Se requiere en primer lugar que no participe en estas comunicaciones, salvo para establecer pautas para la comunicación y eliminar comunicaciones abusivas o potencialmente fraudulentas. Deberá, además, el proveedor de servicios de financiación participativa permitir el acceso público para visualizar las discusiones realizadas en los canales de comunicación, si bien restringiendo la publicación de comentarios en los canales de comunicación a aquellas personas que hayan abierto una cuenta en su plataforma⁵⁵³. Por último, se requiere que

⁵⁴⁸ Sección 227.402 (b) (9) del Título 17 CFR.

⁵⁴⁹ Sección 227.402 (b) (10) del Título 17 CFR.

⁵⁵⁰ Sección 227.402 (b) (11) del Título 17 CFR.

⁵⁵¹ Sección 227.402 (b) (12) del Título 17 CFR.

⁵⁵² *Vid.* LONG, J.C., KAUFMAN, M., and WUNDERLICH, J.M., “Federal Preemption”, *Blue Sky Law*, *cit.*, epigrafe [5:30. “Regulation A+” and Offers and Sales to Qualified Purchasers-What is Regulation A+?]

⁵⁵³ Sección 227.402(b)(4) del Título 17 CFR.

los intermediarios requieran que cualquier persona que publicó un comentario, declaré y destaque de una manera evidente en cada una de sus publicaciones, si se trata de un fundador o de un empleado de la empresa emisora realizando actividades de carácter promocional en beneficio del emisor o compensado de alguna manera bien haya sido esta de carácter pasado o sea de carácter futuro⁵⁵⁴.

II. PROVEEDORES DE SERVICIOS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA (PSPF) Y PLATAFORMAS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA EN ESPAÑA

1. Precisiones conceptuales sobre las plataformas y los proveedores de servicios de financiación participativa

Se entiende que la confluencia de dos factores como es la financiación mediante aportación de capital a través del *crowdfunding*, así como el surgimiento de un nuevo actor en el mercado para asignación de recursos, justifica la regulación del fenómeno del *crowdfunding*⁵⁵⁵. El enfoque legislativo no parece pretender una regulación comprensiva del fenómeno del *crowdfunding*, sino que se centra en el ámbito subjetivo, y marcadamente en el de los operadores⁵⁵⁶.

El planteamiento de ambas regulaciones, la española y estadounidense, en cuanto a las características de los portales de financiación es similar, pero el punto de partida de ambas es distinto. Mientras que en el caso estadounidense se plantea como una excepción

⁵⁵⁴ Sección 227.402(b)(4)(iv) del Título 17 CFR, y Practical Law Corporate & Securities, “Crowdfunding Intermediaries”, *cit.*, epígrafe [Communication Channels].

⁵⁵⁵ Ver en este sentido RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLEL, T., “Responsabilidad de las plataformas de financiación participativa”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuena Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p.505 la cual entiende que “Tan sólo la coincidencia de dos vectores, la actividad de financiación de crédito o aportación de capital (*crowdlending* y *equity-crowdfunding*), y la emergencia de un nuevo actor en el mercado que facilita la asignación eficiente del ahorro a la inversión explicarían las razones de un régimen jurídico específico basado en los principios y estrategias propios de los mercados regulados”

⁵⁵⁶ Ver en este sentido RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLEL, T., “Responsabilidad de las plataformas de financiación participativa”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuena Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p.506 la cual entiende que “Como decíamos, la LFFE no ofrece ni pretende ofrecer un marco jurídico integral para el crowdfunding sino establecer un régimen jurídico específico para las Plataformas de crowdfunding, que denomina PFP. Por tanto, la delimitación del ámbito de aplicación del Título V de la LFFE se basa en un criterio esencialmente subjetivo. De modo que tanto la estructura del articulado como su enfoque se orientan hacia la figura de las PFP como específicos operadores del mercado y la configuración de su estatuto jurídico.”

a la regulación ya existente relativa a los intermediarios de las operaciones de valores, en el caso de España, se plantea como una regulación específica e independiente de los portales/proveedores de servicios de financiación participativa, si bien con cierta confusión en un primer momento entre los sistemas utilizados (plataformas) y los actores de estos (proveedores de servicios). Se ha entendido por algún sector doctrinal, cómo el que la regulación de la Ley 5/2015 se centre en las PFP pone de manifiesto el enfoque normativo del *crowdfunding* como regulación de la figura y actuación de nuevos intermediarios⁵⁵⁷. Cierta sector doctrinal ha concebido a estos como un “tipo “sui generis” de intermediarios financieros” pero sin entenderse como entidades de crédito ya que no les resultan de aplicación las disposiciones sobre “ordenación y supervisión bancaria”⁵⁵⁸.

Hasta el año 2020, la legislación española establecía en el primero de los artículos del título V de la Ley 5/2015, en su redacción original, la definición de los portales de financiación o *funding portals*, que en terminología patria eran referidas como plataformas de financiación participativa. Tales plataformas, eran definidas en el ya derogado artículo 46.1 como “las empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores”.

Similar definición se ha recogido en el Preámbulo de la Ley 18/2022 donde se refiere a las plataformas de financiación participativa o plataformas de *crowdfunding* como “empresas 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 con otras personas físicas o jurídicas que la solicitan

⁵⁵⁷ RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., “La responsabilidad de las plataformas: Alcance, límites”, *cit.*, epígrafe III. [La opción regulatoria: Un régimen jurídico de base subjetiva para las PFP], la cual entiende que “Esta particular aproximación refleja la principal preocupación latente tras la decisión de regular: la actuación de unos nuevos intermediarios que desarrollan su actividad en el mercado de la financiación. En efecto, las PFP facilitan esencialmente la canalización del ahorro de los aportantes a la inversión en forma de financiación de proyectos de los promotores”. *Vid.* también SÁNCHEZ RUÍZ, M., “La (débil) posición jurídica del socio”, *cit.*, p.1142, quien entiende que “El conjunto de la regulación prevista en el título V de la Ley 5/2015 tiene como eje y principal destinatario a un tipo específico de intermediario, característico del mercado digital de la financiación colectiva: la plataforma de financiación participativa (PFP)”.

⁵⁵⁸ GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *Plataformas de financiación participativa*, *cit.*, p.84.

en nombre propio para destinarlo a un proyecto concreto”⁵⁵⁹. Resulta llamativo que el propio preámbulo de la Ley 18/2022 se refiera a las plataformas de financiación participativa como actor principal para luego modificar la terminología y referirse a ellas como proveedores de servicios de financiación participativa, creando cierta contradicción de hecho con la definición de plataforma utilizada en el propio Reglamento (UE) 2020/1503⁵⁶⁰.

El actual artículo 46 de la Ley 5/2015 en su redacción dada por la Ley 18/2022 no contiene, sin embargo, ninguna definición y se ha de acudir a la regulación contenida en el Reglamento (UE) 2020/1503. En el marco de las definiciones, la norma europea establece la definición de plataforma de financiación participativa como un “sistema de información basado en internet públicamente accesible y explotado o gestionado por un proveedor de servicios de financiación participativa”⁵⁶¹. Vemos por tanto como la definición del Reglamento (UE) 2020/1503 de plataforma se centra en la definición, basándose en un concepto de medio, y no tanto de sujeto gestor de este, a diferencia de la regulación española que se refería principalmente a las plataformas como los empresarios que gestionaban el sistema, y de hecho así se refiere creando cierta confusión en el Preámbulo de la Ley 18/2022. La definición de los “gestores” de las plataformas participativas, entendidos como operadores o sujetos, viene ahora regulada en la letra e) del artículo 2.1 del Reglamento (UE) 2020/1503 que establece que son proveedores de servicios de financiación participativa “toda persona jurídica que preste servicios de financiación participativa”, siendo esta definición equivalente a los portales de financiación estadounidense.

Como se aprecia, la regulación estadounidense fue más acertada ya desde un primer momento, puesto que en la terminología a utilizar, entendió y consecuentemente reguló, que las plataformas son distintas de los portales de financiación, las cuales son los programas o aplicaciones accesibles a través de internet u otro medio de comunicación electrónica similar a través del cual, un intermediario registrado o un portal de financiación registrado, actúa como intermediario en una transacción que implica la oferta o venta de valores a través de *crowdfunding*⁵⁶².

⁵⁵⁹ Preámbulo de la Ley 18/2022, ap. II.

⁵⁶⁰ Cfr. Art.2.1 letra d) Reglamento (UE) 2020/1503.

⁵⁶¹ Artículo 2.1 d) del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁵⁶² Ver Capítulo Tercero epígrafe I. *Portales de financiación o “funding portals” en el derecho estadounidense.*

En España, sin embargo, se adoptó una regulación y terminología más confusa ya que se refería, no a portales de financiación, sino a plataformas de financiación participativa si bien la definición no era relativa a los sistemas técnicos o medios electrónicos sino a las empresas autorizadas a poner en contacto a inversores con promotores para un proyecto de financiación participativa como se ha mencionado. La Ley 18/2022 continuó con la misma denominación de plataformas de financiación participativa pese a ser posterior al Reglamento (UE) 2020/1503, que ya se refería a proveedores de servicios de la información. Ciertamente, que esta confusión que se perpetúa con la denominación utilizada por la Ley 18/2022, podría haber sido solventada por el legislador español al ser esta posterior al Reglamento (UE) 2020/1503. En este sentido, parece que la técnica legislativa del legislador americano es más consistente y acertada en cuanto a lo que se refiere a la terminología utilizada, ya que la misma acarrea menos confusión.

En cuanto al alcance del régimen de plataformas de financiación participativa, la regulación española en su redacción original establecía como excluidas del régimen de plataformas de financiación participativa y de su consideración como tales, a aquellas plataformas en las que la financiación captada sea a través de donaciones, compraventa y préstamos que no conlleven rendimientos dinerarios (sin intereses)⁵⁶³. Se establecía, asimismo, en la regulación española, la específica limitación del régimen de la regulación de las plataformas de financiación participativa a lo dispuesto en la propia Ley 5/2015 y en su potencial normativa de desarrollo, la cual no se llegó a desarrollar⁵⁶⁴. El citado precepto también preveía la aplicación en todo caso de la normativa que le resultara de aplicación con base al régimen jurídico de las sociedades y su actividad⁵⁶⁵. Establece por su parte el artículo 3 del Reglamento (UE) 2020/1503, que los servicios de financiación participativa solo pueden ser prestados por personas jurídicas, excluyendo por tanto a las personas físicas, que se encuentren establecidas en el ámbito de la Unión Europea y hayan obtenido la preceptiva autorización de proveedores de tales servicios⁵⁶⁶.

Debe mencionarse, además la distinción de plataformas armonizadas y no armonizadas que se analizara con más detalle en el apartado de *Plataformas de*

⁵⁶³ Artículo 46.2 de la Ley 5/2015 en su redacción original.

⁵⁶⁴ Artículo 46.3 de la Ley 5/2015 en su redacción original.

⁵⁶⁵ Artículo 46.3 de la Ley 5/2015 en su redacción original.

⁵⁶⁶ Artículo 3 del Reglamento (UE) 2020/1503.

financiación participativa no armonizadas por el Derecho de la Unión Europea. Tan solo traer a colación en este punto el diverso régimen al que se verán sometidas; de manera que las plataformas armonizadas en su régimen y según la Ley 18/2022 se refieren al régimen establecido en el Reglamento (UE) 2020/1503⁵⁶⁷. En cuanto al régimen aplicable a las plataformas no armonizadas se entiende que “las entidades que presten servicios de financiación participativa en España regulados por el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, pero que no estén sujetas a dicho Reglamento por incurrir en las excepciones previstas en su artículo 1.2.a) o c), se someterán al régimen jurídico» especial previsto en el art. 55”⁵⁶⁸.

2. Autorización y registro de los proveedores/plataformas de servicios de financiación participativa

2.1 Autorización

Se entiende que las plataformas de financiación participativa se configuran como un nuevo intermediario financiero y por ende sujeto a un régimen de autorización y de control y supervisión bajo la CNMV⁵⁶⁹. Como deriva de los apartados anteriores, existen ciertas diferencias entre la autorización y registro de portales de financiación en Estados Unidos y España. Una diferencia básica es en el proceso de registro y autorización ya que, en los Estados Unidos, los portales de financiación deben registrarse en la SEC presentando el formulario Portal de financiación, así como registrarse con una asociación de valores (FINRA), requisito este último que no existe en España. En España se debe obtener la autorización de la CNMV mediante la presentación de una solicitud que incluya abundante información sobre la titularidad, gestión y funcionamiento de la plataforma, así como su plan de negocio y proyecciones financieras.

⁵⁶⁷ TAPIA HERMIDA, A.J., “La nueva regulación europea y española”, *cit.*, p.3.

⁵⁶⁸ Ver artículo 55 de la Ley 5/2015 en su redacción dada por la Ley 18/2022. Ver en este sentido también TAPIA HERMIDA, A.J., “La nueva regulación europea y española”, *cit.*, p.18.

⁵⁶⁹ Ver en este sentido ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M., “Las plataformas de financiación participativas”, *cit.*, epígrafe II [La constitución de las plataformas de financiación participativa: autorización y registro]: “las plataformas de financiación participativa constituyen un nuevo tipo de intermediario financiero cuya actividad se condiciona a la obtención de una autorización e inscripción en un registro público con funciones estrictamente de control y supervisión cuya llevanza corresponde a la CNMV, procedimiento similar al que se aplica a los demás intermediarios financieros”. Si bien se refiere al régimen de la regulación original de la Ley 5/2015 sigue siendo aplicable.

El actual artículo 47 de la Ley 5/2015, introducido por la Ley 18/2022, establece la necesidad de obtener una autorización de la CNMV como proveedor de servicios de financiación participativa para prestar dichos servicios en España, o en su caso haber sido previamente autorizado para prestar los mismos en otro Estado miembro de la Unión Europea⁵⁷⁰. La actual referencia a la autorización es mucho más sucinta que la anterior, contenida en los cuatro párrafos del anterior artículo 53 del texto original de la Ley 5/2015. Tal precepto regulaba en su párrafo primero, en términos similares a la redacción actual, que la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizaría e inscribiría en su registro correspondiente a las plataformas de financiación participativa⁵⁷¹. La diferencia de regulación viene en el hecho de que la regulación anterior requería, además, previo informe preceptivo y vinculante del Banco de España en el caso de plataformas que publicaran proyectos de los referidos en el artículo 50.1.c) de la versión previa de la ley, es decir, los relativos a préstamos, incluidos los préstamos participativos⁵⁷². El citado informe previo y vinculante por parte del Banco de España no es en la actualidad un requisito de la autorización. No obstante, la actual regulación habilita la colaboración entre la CNMV y el Banco de España a efectos de obtener la información que sea precisa⁵⁷³. A tal efecto, establece el actual artículo 50 introducido por la Ley 18/2022, la regulación de la colaboración con otras autoridades competentes y entre ellas el Banco de España. Establece el párrafo primero que el Banco de España “deberá, respecto de plataformas que publiquen proyectos consistentes en la solicitud de préstamos, incluidos los préstamos participativos, facilitar a la CNMV la información que precise y prestar [...] la cooperación y asistencia necesarias”.

Tampoco existe en la regulación actual una referencia clara, o al menos no tan clara, a la necesidad de colaboración en el proceso de autorización. En este sentido, dispone el artículo 50 en su párrafo segundo que “la CNMV podrá solicitar cuantos datos, documentos o medios probatorios se hallen a disposición del Banco de España, y requerir su asistencia para el mejor ejercicio de las funciones de supervisión, inspección y sanción”⁵⁷⁴. Si bien no se incluye específicamente la “autorización”, pudiera entenderse la misma comprendida en el más amplio de supervisión. Por último, el párrafo cuarto

⁵⁷⁰ Artículo 47 de la Ley 5/2015 en la redacción introducida por la Ley 18/2022.

⁵⁷¹ Artículo 53 de la Ley 5/2015 en su redacción original.

⁵⁷² Artículo 53 de la Ley 5/2015 en su redacción original.

⁵⁷³ Artículo 50 de la Ley 5/2015 en la redacción introducida por la Ley 18/2022.

⁵⁷⁴ Artículo 50.2 de la Ley 5/2015 en la redacción introducida por la Ley 18/2022.

establece un régimen bastante flexible en cómo se fructificará la cooperación entre ambas instituciones al determinar que el contenido del deber de colaboración se podrá especificar a través de los instrumentos y procedimientos que de manera común y voluntaria establezcan⁵⁷⁵. A diferencia de la anterior regulación, el apartado tercero del artículo 50 prescribe que la CNMV comunicará al Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital y al Banco de España en el caso de los préstamos, las revocaciones, suspensiones y renunciaciones de las autorizaciones de plataformas de financiación participativa⁵⁷⁶.

En el régimen vigente, el procedimiento de autorización queda íntegramente regulado, por remisión expresa de la legislación nacional, en el Reglamento europeo 2020/1503. Debe tenerse en cuenta, en cualquier caso, que el propio Reglamento tiene efecto directo en todos los Estados miembros, de manera que ni siquiera resulta precisa la remisión expresa. Las legislaciones nacionales de los Estados miembros se limitan ahora a introducir en los respectivos ordenamientos las adaptaciones precisas para la aplicación del Reglamento en cada Estado.

En este sentido, el Reglamento europeo 2020/1503 dispone en su artículo 12.1 la necesidad de solicitar autorización de la autoridad competente, en el caso español la CNMV, para poder operar como proveedor de servicios de financiación participativa⁵⁷⁷. Se ha entendido que la prestación de servicios de financiación participativa “queda estrictamente reservada a las personas jurídicas que estén establecidas en la UE y que hayan sido autorizadas en calidad de proveedores de servicios de financiación participativa de conformidad con los artículos 3.1 y 12.1 del Reglamento”⁵⁷⁸.

La CNMV ha publicado ciertas guías como el “Manual de solicitud de autorización de PSFP” “Manual simplificado para la autorización de PSFP. (Para Plataformas de Financiación Participativa autorizadas al amparo de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial)” o el “Manual de solicitud de autorización de PFP no armonizada”⁵⁷⁹, aunque lo cierto es que en conjunto existe menos

⁵⁷⁵ Artículo 50.4 de la Ley 5/2015 en la redacción introducida por la Ley 18/2022.

⁵⁷⁶ Artículo 50.3 de la Ley 5/2015 en la redacción introducida por la Ley 18/2022.

⁵⁷⁷ Artículo 12.1 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁵⁷⁸ Ver en este sentido RODRIGUEZ MARTINEZ, I., “Claves de la reforma del modelo español”, *cit.*, p.70.

⁵⁷⁹ Información disponible en la página web de la CNMV en <https://www.cnmv.es/portal/Legislacion/ModelosN/ModelosN.aspx?id=PFP> fecha de última consulta el 21 de abril de 2023.

información y guías disponibles en comparación con los Estados Unidos. En el caso de Estados Unidos, la SEC ha emitido numerosos documentos de orientación para aclarar los requisitos reglamentarios para los portales de financiación y existe abundante información disponible para los portales e inversores en las páginas web tanto de la SEC como de FINRA⁵⁸⁰. La SEC efectúa además un notable control activo de los portales de financiación para el cumplimiento de los requisitos reglamentarios.

Como se ha mencionado, existen además plataformas de financiación participativa no armonizadas, entendiendo que son aquellas entidades que presten sus servicios de financiación participativa en España, pero que no estén sujetas al Reglamento europeo 2020/1503⁵⁸¹. El análisis de estas se efectúa en un epígrafe al efecto por lo tan solo se destaca el hecho de que ambas requieren seguir un determinado procedimiento de autorización, si bien con reglas diferentes para unas y otras. Las plataformas no armonizadas están limitadas al ámbito nacional, mientras que las otras se encuentran sujetas al derecho uniforme del Reglamento (UE) 2020/1503, y si quieren, pueden operar de forma transfronteriza.

2.2 Requisitos de la solicitud

Dispone el artículo 12.2 del Reglamento (UE) 2020/1503 los datos que ha de contener la solicitud de autorización para ser proveedor de servicios de financiación participativa. Requiere este que se incluya en la solicitud el nombre, incluyendo la denominación legal y cualquier otra denominación comercial, así como la dirección de internet del sitio web utilizado por dicho proveedor y su dirección postal, así como la forma jurídica y la escritura de constitución del futuro proveedor de servicios. Se ha de incluir asimismo en la solicitud de autorización, un programa de actividades en el que se

⁵⁸⁰ Ver en ese sentido la página web de la SEC <https://www.sec.gov/spotlight/jobs-act> con enlaces disponibles a los siguientes documentos: Compliance Guide for Issuers, Compliance and Disclosure Interpretations for Issuers, Funding Portal Registration Guide, Compliance Guide for Intermediaries and Frequently Asked Questions Regarding Regulation Crowdfunding and Intermediary Requirements.

⁵⁸¹ Dispone el artículo 1.2 a) y c) del Reglamento (UE) 2020/1503 las siguientes exclusiones: cuando se presten los servicios a consumidores o las ofertas de financiación sean superiores a 5 millones en un periodo de 12 meses. En este sentido disponen los apartados citados que “2. El presente Reglamento no será de aplicación a: a) los servicios de financiación participativa que se presten a promotores de proyectos que sean consumidores según la definición del artículo 3, letra a), de la Directiva 2008/48/CE; c) las ofertas de financiación participativa cuyo importe sea superior a 5 000 000 EUR, calculado a lo largo de un período de 12 meses...”

especifiquen los tipos de servicios a prestar, así como la plataforma de financiación participativa a gestionar, y los detalles de dónde y cómo se comercializarán las ofertas. La solicitud debe incluir, además, la descripción de los mecanismos de gobernanza y de control interno incluyendo los relativos a contabilidad y de gestión del riesgo; de los sistemas, recursos y procedimientos para el control y protección y tratamiento de datos; de los riesgos operativos; de las salvaguardias prudenciales así como la prueba de que el futuro proveedor de servicios cumple las salvaguardias prudenciales; la descripción del plan de continuidad el cual establezca medidas y procedimientos que garanticen la continuidad de servicios y la correcta administración de contratos con los clientes en caso de insolvencia del proveedor de servicios.

En relación con las personas físicas, se requiere que la solicitud incluya la identidad de “las personas físicas responsables de la dirección del futuro proveedor de servicios de financiación participativa”, así como la prueba de que estas son “personas de reconocida honorabilidad y poseen conocimientos, capacidades y experiencia suficientes para dirigir el futuro proveedor de servicios de financiación participativa”⁵⁸². Se requiere, además, que se incluya en la solicitud la descripción de las normas internas para evitar que sus socios que posean al menos el 20 % del capital social o de los derechos de voto participen, como promotores de proyectos, ofertados en su plataforma⁵⁸³. Se requiere, asimismo, la inclusión de la descripción del régimen de externalización, así como una descripción de los procedimientos para la tramitación de las reclamaciones de los clientes⁵⁸⁴.

En cuanto a los servicios de pago, se requiere incluir una confirmación sobre si, serán prestados por el propio proveedor de servicios o a través de un tercero⁵⁸⁵. Se incluirá, además, una descripción de los procedimientos para comprobar “la exhaustividad, exactitud y claridad de la información contenida en la ficha de datos fundamentales de la inversión”, así como la descripción de los procedimientos en relación con los límites de inversión para los inversores no experimentados⁵⁸⁶.

En relación a las personas físicas el artículo 12.3 requiere que en la solicitud se acredite la ausencia de antecedentes penales derivadas de infracciones en materia de “[...]”

⁵⁸² Artículo 12.2 letras k) y l) del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁵⁸³ Artículo 12.2 letras m) del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁵⁸⁴ Artículo 12.2 letras n) y o) del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁵⁸⁵ Artículo 12.2 letra p) del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁵⁸⁶ Artículo 12.2 letras q) y r) del Reglamento (UE) 2020/1503.

Derecho mercantil, la insolvencia, los servicios financieros, el blanqueo de capitales, el fraude o las obligaciones en materia de responsabilidad profesional” tanto de los socios que ostenten un 20% o más del capital o de los derechos de voto como de las personas que participen en la dirección, así como prueba de que estas últimas “poseen colectivamente los conocimientos, capacidades y experiencia suficientes para la dirección del futuro proveedor de servicios de financiación participativa y de que dichas personas físicas están obligadas a consagrar tiempo suficiente al desempeño de sus funciones”.

2.3 Procedimiento de autorización y registro

El proceso de autorización se encuentra regulado en los apartados 4 y siguientes del artículo 12 del Reglamento. Dispone al efecto el artículo 12.4 que en el plazo de 25 días hábiles desde la recepción de la solicitud la autoridad competente evaluará si esta es completa de conformidad con los datos requeridos y en el caso de considerar que cierta información requerida ha sido omitida y por tanto no es completa, se deberá fijar un plazo para que esta se facilite. En el caso de que transcurra el plazo otorgado para completar la solicitud, y esta siga omitiendo información requerida, la autoridad competente podrá denegar el examen de la solicitud y de la documentación y devolverla al solicitante de autorización de proveedor de servicios de financiación participativa⁵⁸⁷. En el caso de que la solicitud contenga toda la información necesaria y se considere completa se notificará al futuro proveedor de servicios con carácter inmediato⁵⁸⁸.

Se establece por su parte que las autoridades competentes antes de conceder o denegar la autorización deberán consultar a la autoridad competente de otro Estado miembro si el solicitante es una filial de un proveedor de servicios de financiación participativa autorizado en ese Estado; si es una filial de la empresa matriz de un proveedor de servicios en ese otro Estado o si el solicitante está controlado por las mismas personas físicas o jurídicas que controlan a otro proveedor de servicios en ese otro Estado⁵⁸⁹.

Una vez recibida la solicitud completa, la autoridad competente, que en el caso español es la CNMV, dispone de un plazo de tres meses para evaluar la solicitud y

⁵⁸⁷ Artículo 12.5 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁵⁸⁸ Artículo 12.6 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁵⁸⁹ Artículo 12.7 del Reglamento (UE) 2020/1503.

documentación, y determinar si el solicitante cumple los requisitos debiendo adoptar una resolución motivada sobre la concesión o denegación de la solicitud⁵⁹⁰. Deberá notificarse la decisión al proveedor de servicios en el plazo de tres días hábiles desde la toma de la decisión por la autoridad competente⁵⁹¹. Al evaluar la solicitud se deberá tomar en consideración “la naturaleza, la escala y la complejidad de los servicios de financiación participativa que el futuro proveedor de servicios de financiación participativa planea prestar”⁵⁹².

La anterior legislación, en su artículo 53.2, establecía, asimismo, que la solicitud de autorización debía ser resuelta dentro de los tres meses siguientes a su recepción, o al momento en que se completase la documentación exigible y, en todo caso, dentro de los seis meses siguientes a su recepción⁵⁹³. Se aclaraba, además, el sentido del silencio administrativo, entendiéndose la solicitud desestimada si no se hubiera notificado una resolución expresa; las resoluciones de la CNMV en relación con las autorizaciones ponían fin a la vía administrativa⁵⁹⁴. En similar sentido, si bien con diferente enfoque, dispone el Reglamento (UE) 2020/1503 establece en su artículo 41, último inciso, que será aplicable el derecho a recurrir a los tribunales cuando no se adopte ninguna resolución en relación con una solicitud de autorización que contenga todos los elementos requeridos dentro de los seis meses siguientes a su presentación, o cuando la que se dicte, siendo denegatoria de la autorización, no estuviera suficientemente motivada.

Conviene destacar que el artículo 48 de la Ley 5/2015 en su redacción anterior a la Ley 18/2022, establecía una reserva de denominación y de la actividad de las plataformas participativas, a favor de este tipo de plataformas, siempre y cuando hubieran obtenido la requerida autorización y se inscribieran en el correspondiente registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La antedicha disposición requería, además, que la denominación “plataforma de financiación participativa”, así como su abreviatura “PFP” fuera solo utilizada por este tipo de entidades, las cuales debían incluirla en su denominación social. Consecuentemente, se establecía la consiguiente prohibición “a toda persona, física o jurídica, no autorizada ni registrada como plataforma de financiación participativa el ejercicio de las actividades legalmente reservadas a las

⁵⁹⁰ Artículo 12.8 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁵⁹¹ Artículo 12.10 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁵⁹² Artículo 12.8 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁵⁹³ Artículo 53.2 de la Ley 5/2015 en la anterior redacción.

⁵⁹⁴ Artículo 53.2 de la Ley 5/2015 en la anterior redacción.

mismas y la utilización de sus denominaciones propias o cualesquiera otras que puedan inducir a confusión con ellas”⁵⁹⁵. Tal precepto, relativo a la reserva de denominación y actividad, no se encuentra contemplado en la actualidad. El actual artículo 47 de la Ley 5/2015, en la redacción introducida por la Ley 18/2022, como se ha mencionado, solo establece la necesidad de obtener una autorización de la CNMV como proveedor de servicios de financiación participativa para prestar dichos servicios en España, o en su caso haber sido previamente autorizado para prestar los mismos en otro Estado miembro de la Unión Europea⁵⁹⁶.

La regulación del reglamento permite, además, la denegación de la autorización en el caso de concurrir razones objetivas y demostrables que hagan sospechar que el órgano de dirección pueda 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”⁵⁹⁷.

La CNMV, en calidad de autoridad competente deberá informar a la AEVM de todas las autorizaciones concedidas y esta incluirá la información en el registro habilitado al efecto, permitiéndose, además, a la propia AEVM a que solicite información a las autoridades competentes a efectos de verificar una aplicación coherente, consistente y adecuada conforme a los preceptos del Reglamento⁵⁹⁸. Se establece consecuentemente la necesidad de que la AEVM cree un registro público autorizado donde se publiquen todos aquellos proveedores de servicios de financiación participativa autorizados conforme al Reglamento (UE) 2020/1503⁵⁹⁹. Además, de la autorización, el artículo 48 de la Ley 5/2015, en su redacción actual establece el requisito de registro en el registro público correspondiente de la CNMV. El registro deberá contener los datos de denominación social, la dirección de dominio de Internet y domicilio social de la plataforma de financiación participativa, la identidad de los administradores y una relación de los socios

⁵⁹⁵ Artículo 48 de la Ley 5/2015 en la anterior redacción.

⁵⁹⁶ Artículo 47 de la Ley 5/2015 en la redacción dada por la Ley 18/2022

⁵⁹⁷ Artículo 12.8 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁵⁹⁸ Artículo 12.9 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁵⁹⁹ Artículo 14 del Reglamento (UE) 2020/1503, ver en este sentido además RODRIGUEZ MARTINEZ, I., “Claves de la reforma del modelo español”, *cit.*, p.83, quien entiende que Para ofrecer transparencia a los inversores en lo que respecta a la prestación de servicios de financiación participativa, el art. 14 del Reglamento insta a la Autoridad Europea de Supervisión (en adelante, AEVM), establecida en virtud del Reglamento (UE) núm. 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, a crear un registro público actualizado de todos los proveedores autorizados de servicios de financiación participativa de conformidad con el presente Reglamento.” Página web donde acceder al registro público de AEVM disponible al público en documento Excel <https://www.esma.europa.eu/document/register-crowdfunding-services-providers>

con participación significativa⁶⁰⁰. Para proceder a la inscripción, será preciso haber obtenido previamente la autorización por la CNMV y en todo caso tras la preceptiva constitución e inscripción de la persona jurídica en el registro público que corresponda según su naturaleza⁶⁰¹. Resulta interesante mencionar, que, en el caso español, los artículos 57 y 58 de la Ley 5/2015, en su redacción anterior a la Ley 18/2022, contenían los requisitos de inscripción de las plataformas de financiación participativa, y entendía un sector doctrinal que la autorización a las plataformas de financiación participativa era simultáneamente operativa y constitutiva⁶⁰². Esta postura podía tener sentido dado que la propia regulación distinguía si se trataba de una entidad de nueva creación⁶⁰³, de ahí la posibilidad de ese concepto de autorización constitutiva, si bien no parece puede trasladarse necesariamente al régimen actual.

Concedida la autorización, el proveedor de servicios deberá cumplir en todo momento las condiciones de esta⁶⁰⁴ y podrá también tomar parte en actividades distintas de las autorizadas siempre que se encuentre permitido conforme con la normativa aplicable⁶⁰⁵. No se les podrá exigir a los proveedores de servicios que desempeñen su actividad a nivel internacional, o la presencia física en territorio distinto del Estado en el que estén autorizados⁶⁰⁶. El Reglamento Europeo 2020/1503 establece, además, en su artículo 13 que las autoridades competentes, en el caso español, la CNMV, que hayan concedido una autorización velen por que esta especifique los servicios de financiación participativa que el proveedor esté autorizado a prestar⁶⁰⁷. En el caso de que el proveedor

⁶⁰⁰ Artículo 48 de la Ley 5/2015 en la redacción dada por la Ley 18/2022.

⁶⁰¹ Artículo 48 de la Ley 5/2015 en la redacción dada por la Ley 18/2022.

⁶⁰² Ver en este sentido ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M., “Las plataformas de financiación participativas”, *cit.*, epígrafe II [La constitución de las plataformas de financiación participativa: autorización y registro], donde entiende que “...la Autorización administrativa que es, al propio tiempo, operativa y constitutiva, dado que a su obtención se subordina, no sólo la posibilidad de acceso a la actividad, sino incluso la propia posibilidad de realización del acto de constitución de la entidad; la propia posibilidad de iniciar y llevar a término el proceso fundacional, comenzando por el contrato o el negocio unilateral de constitución de sociedad, y de inserción porque la inscripción en el registro de la CNMV, que es un registro administrativo, sirve para establecer la relación de sujeción especial que permite a la Administración desplegar un control duradero, intenso y profundo, sobre las plataformas y sus actividades.”

⁶⁰³ Artículo 57.1 del Reglamento (UE) 2020/1503 en su redacción original establecía que “1. La solicitud de autorización e inscripción de una plataforma de financiación participativa deberá ir acompañada de los siguientes documentos: a) En caso de que esta sea de nueva creación, proyecto de Estatutos y certificación registral negativa. En caso de transformación de una entidad preexistente se podrá requerir la presentación de un balance auditado, cerrado no antes del último día hábil del trimestre anterior al momento de presentación de la solicitud.”

⁶⁰⁴ Artículo 12.11 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁰⁵ Artículo 12.13 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁰⁶ Artículo 12.12 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁰⁷ Artículo 13 del Reglamento (UE) 2020/1503.

quiera expandir sus actividades a otros servicios no incluidos en la autorización original deberá presentar una solicitud de ampliación ante las autoridades competentes que hayan concedido al proveedor de servicios de financiación participativa la autorización⁶⁰⁸.

En las operaciones de *crowdfunding* surge además la necesidad de que se realicen los necesarios pagos entre los inversores y promotores bien directamente por los proveedores en el caso de estar estos autorizados como entidad de pago híbrida o por otra entidad que cuente con tal autorización⁶⁰⁹. De solicitar además de la autorización de proveedor de servicios, la autorización para prestar servicios de pago exclusivamente relacionados con los servicios de financiación participativa, en el caso de que las autoridades competentes sean las responsables también de esta autorización, se permitirá que la información y los documentos se presenten una sola vez⁶¹⁰.

Conviene, por último, destacar el artículo 12.14 del Reglamento que establece una suerte de régimen transitorio en relación a las entidades autorizadas con anterioridad a la entrada en vigor del Reglamento, bien en virtud de las Directivas 2009/110/CE, 2013/36/UE, 2014/65/UE o (UE) 2015/2366 o de la normativa nacional aplicable, de manera que si estos solicitan la autorización conforme al Reglamento, no deberán facilitar la información o documentos que ya presentaran conforme a la legislación aplicable previa siempre que estos sigan actualizados y sean accesibles por la autoridad competente.

2.4 Continuidad de la actividad en caso de insolvencia de los proveedores de servicios de financiación participativa

La legislación española, tanto la anterior a la modificación introducida por la Ley 18/2022 como la derivada de esta, no contienen, a diferencia de la estadounidense, preceptos relativos a la sustitución de un portal de financiación por otro. La regulación española adopta en cuanto a los posibles problemas de continuidad de un proveedor por otro, un enfoque distinto decantándose por la regulación específica de los planes de

⁶⁰⁸ Artículo 13.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁰⁹ Ver en este sentido DELGADO LARENA-AVELLANEDA, J.E., “La representación de los inversores”, *cit.*, epígrafe VIII.1 [La representación en el proceso de inversión] el cual dispone que “los pagos realizados entre los Inversores y los Promotores se realizarán por medio de entidades que estén habilitadas por las Leyes para prestar servicios de pago o por la propia PFP si ésta hubiera obtenido la autorización de entidad de pago híbrida”.

⁶¹⁰ Artículo 12.15 del Reglamento (UE) 2020/1503

continuidad para los casos de insolvencia. No entra por tanto a regular la sucesión de un proveedor de servicio por otro, por lo que se entiende siguen ciclos de vida distintos.

En desarrollo de este aspecto, el último apartado del artículo 12 requiere a la AEVM a elaborar y remitir antes del 10 de noviembre de 2021 a la Comisión para la aprobación por esta con poderes delegados, de los proyectos de normas técnicas relativos a los requisitos y modalidades de la solicitud, así como del plan de continuidad⁶¹¹. Por lo que concierne a ese precepto y a los requisitos del Plan de Continuidad, la Comisión ha publicado el Reglamento Delegado (UE) 2022/2116 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican las medidas y los procedimientos del plan de continuidad de las actividades de los proveedores de servicios de financiación participativa, el cual entró en vigor a los veinte días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea⁶¹². La regulación del Reglamento aclara ciertos conceptos, entre otros qué ha de entenderse por servicios esenciales, siendo estos los operativos y empresariales cuyo incumplimiento pueda afectar a la conformidad del proveedor con el Reglamento (UE) 2020/1503, o a sus resultados financieros, o a la continuidad de sus servicios⁶¹³.

Se establece, además, el contenido mínimo del plan de continuidad, el cual, con carácter detallado, deberá abordar los riesgos asociados a su insolvencia e incluir medidas y procedimientos para garantizar la continuidad de servicios esenciales relativos a las inversiones ya existentes, así como para garantizar la buena administración de los acuerdos entre el proveedor y sus clientes y la administración de los datos empresariales esenciales⁶¹⁴. El objetivo de los planes de continuidad es precisamente garantizar que los servicios esenciales se sigan prestando, aunque acontezca la insolvencia del proveedor o del tercero al que se hayan externalizado, debiendo las medidas adaptarse al modelo de negocio del proveedor y permitan la externalización de parte o todos de esos servicios esenciales a un tercero⁶¹⁵. El plan habrá de contener preceptos sobre la notificación al cliente de la insolvencia y el acceso de los clientes a la información relativa a sus

⁶¹¹ Artículo 12.16 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶¹² Artículo 6 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2116.

⁶¹³ Artículo 1 a) del Reglamento Delegado (UE) 2022/2116.

⁶¹⁴ Artículo 2 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2116.

⁶¹⁵ Artículo 3.1 y 3.2 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2116.

inversiones⁶¹⁶. Además, en los casos en que proceda, se incluirán disposiciones sobre el mantenimiento de la gestión de los préstamos pendientes, la continuación de los servicios de pago o el traspaso de los mecanismos de custodia de activos⁶¹⁷. Como se ha mencionado anteriormente, en el caso estadounidense la SEC puede forzar la continuación del registro y actividad (no permitiendo la baja) en supuestos en que lo considere aconsejable por causas de interés público o protección de los inversores⁶¹⁸.

En cuanto a la buena administración de los acuerdos con los clientes, las medidas encaminadas a esta se aplican a los acuerdos entre el proveedor de servicios y sus clientes, los resultados de la prueba inicial de conocimientos y otros datos empresariales esenciales⁶¹⁹. Las medidas al efecto incluirán el almacenamiento en un lugar seguro de los acuerdos de estar los originales solo disponibles en papel, la copia de seguridad de los documentos e información mencionada anteriormente y la información y los acuerdos que permitan rastrear los pagos efectuados por los inversores y los promotores ya que estos son concebidos como datos empresariales esenciales⁶²⁰. Se establecen también los requisitos relativos a los procedimientos a incluir en el plan de continuidad, incluyendo una lista de los datos de contacto de los responsables en caso de insolvencia del proveedor de servicios, los tres escenarios más probables de insolvencia, así como las medidas a adoptarse para mitigar su impacto⁶²¹. Además, se deben incluir las disposiciones sobre acceso del personal al espacio de trabajo y a la red de la empresa, sobre el acceso a la información de los clientes y a sus activos de estos, y los riesgos operativos y financieros, así como de medidas para paliarlos. Por último, se requiere incluir la identificación de los “sistemas empresariales esenciales y de las medidas de contingencia a fin de garantizar su continuidad”, de las relaciones comerciales esenciales, así como de los procedimientos para garantizar la continuidad de la comunicación entre las partes⁶²².

De ahí que convenga precisamente destacar la importancia de este artículo, y la existencia de este tipo de procedimientos, dada la posibilidad de que estas situaciones acontezcan en mercados altamente volátiles y relacionados con mecanismos de

⁶¹⁶ Artículo 3.3 a) y b) del Reglamento Delegado (UE) 2022/2116.

⁶¹⁷ Artículo 3.3 c), d) y e) del Reglamento Delegado (UE) 2022/2116.

⁶¹⁸ Ver epígrafe 2.3 *Continuación de la actividad de otro portal de financiación y baja del registro*.

⁶¹⁹ Artículo 4.1 y 4.2 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2116.

⁶²⁰ Artículo 4.3 y 4.4 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2116.

⁶²¹ Artículo 5 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2116.

⁶²² Artículo 5.1 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2116.

financiación novedosa. No siendo a nadie ajena la problemática vinculada y el impacto económico de la insolvencia reciente de FTX en Estados Unidos, que aun siendo en el ámbito de las criptomonedas y el comercio de sus derivados, ha puesto de manifiesto la necesidad de incluir mecanismos específicos para estos casos de insolvencia. Cuestión esta que es además una preocupación para un sector doctrinal⁶²³. Con relación a la continuidad de la actividad de la plataforma en caso de insolvencia se ha destacado por la doctrina la necesidad de contar con un “plan de resolución”⁶²⁴.

2.5 Caducidad de la autorización y revocación de esta a los proveedores de servicios de financiación participativa

Si bien la revocación de los requisitos de autorización para los portales de financiación y las plataformas de *crowdfunding* en Estados Unidos y España son similares existen, sin embargo, ciertas diferencias. El artículo 53.3 de la Ley 15/2015, en su redacción anterior a la Ley 18/2022, incluía una mención expresa del régimen de caducidad de la autorización, si no se diere comienzo a las actividades por causas imputables a la propia plataforma dentro de los doce meses siguientes a la fecha de notificación de la autorización⁶²⁵. Tal previsión sobre la caducidad de la autorización no se encuentra, como tal, incluida en el régimen actual de la Ley 18/2022 ni en el propio Reglamento (UE) 2020/1503, ahora bien, sí que se regulan los supuestos de revocación de la autorización.

Dispone en este sentido el artículo 17.1 del Reglamento (UE) 2020/1503 que las autoridades competentes que hayan concedido una autorización estarán facultadas para revocarla si el proveedor de servicios de financiación participativa a) no la hubiera

⁶²³ Ver en este sentido NATHANSON, J., “Restructuring Futures Markets”, University of Chicago Business Law Review, disponible en <https://businesslawreview.uchicago.edu/sites/default/files/2023-03/Josh%20Nathanson%20FTX.pdf> fecha de última consulta el 16 de junio de 2023. En sentido similar si bien en referencia a las plataformas financieras y a la descentralización de estas ver ZUNZUNEGUI, F., “How to regulate digital”, *cit.*, p.11, epígrafe IV. [Governance Issues], el cual establece que “For all these reasons, financial platforms, irrespective of their degree of decentralisation, need to have effective governance with adequate risk control to ensure the protection of users of their services and the stability and integrity of the financial system.”

⁶²⁴ Ver en este sentido ZUNZUNEGUI, F., “Encuadre sistemático y conceptual”, *cit.*, p.51 quien entiende que “ En caso de insolvencia de una plataforma que no pueda atender sus compromisos, debe existir un plan de resolución para gestionar el traspaso de posiciones a otra plataforma del sector con solidez suficiente para continuar con el negocio.”

⁶²⁵ Artículo 53.3 de la Ley 5/2015 en la anterior redacción.

utilizado en un plazo de 18 meses a partir de la fecha de concesión; b) hubiera renunciado expresamente a esta; c) no haya prestado los servicios durante nueve meses consecutivos y tampoco participe ya en la administración de contratos existentes; d) haya obtenido su autorización por medios irregulares tales como falsedad en su solicitud de autorización; e) haya dejado de cumplir las condiciones de la autorización; o f) haya infringido gravemente el Reglamento.

Se establecen, además, dos supuestos especiales en los que las autoridades competentes también podrán revocar la autorización: 1) bien cuando el proveedor de servicios de financiación participativa sea también proveedor de servicios de pago y este o sus directivos o empleados, o terceros que actúen en su nombre, hayan infringido la normativa nacional en relación con el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo, 2) bien cuando el proveedor de servicios de financiación participativa o un tercero que actúe en su nombre hayan perdido la autorización para prestar servicios de pago o servicios de inversión conforme a las directivas europeas pertinentes y no hayan subsanado la situación en un plazo de 40 días naturales.

En cuanto al proceso de revocación y la necesaria cooperación entre autoridades competentes de Estados miembros, se requiere que, antes de que se tome la decisión de revocar la autorización, se consulte con la autoridad competente de otro Estado cuando el prestador de servicios bien sea una filial de un proveedor de servicios en ese otro Estado miembro; bien sea una filial de la empresa matriz de un proveedor de servicios en ese otro Estado; o bien esté controlado por las mismas personas físicas o jurídicas que controlan a otro proveedor de en ese Estado miembro, claro ejemplo de la necesidad y espíritu de coordinación⁶²⁶. Se requiere, además, que la autoridad competente designada como punto de contacto único en materia de cooperación, CNMV en caso español, informe a la AEVM y a las autoridades competentes de aquellos Estados miembros en los que el proveedor de servicios de financiación participativa opere, debiendo la AEVM incluir la información de la revocación en el registro que gestiona⁶²⁷. Dispone, además, el artículo 14.3 del Reglamento (UE) 2020/1503 en relación con la revocación de la autorización que la misma deberá ser publicada y permanecer publicada durante un periodo de cinco años en el registro de proveedores de servicios gestionado por la AEVM.

⁶²⁶ Artículo 17.3 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶²⁷ Artículo 17.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

En cuanto a la posibilidad de la revocación, la revocación del registro en la SEC en los Estados Unidos puede conllevar la expulsión de la asociación nacional de valores FINRA. En España, la revocación de la autorización puede dar lugar a multas u otras sanciones administrativas.

Destacaba la doctrina la posibilidad, conforme a la regulación original de la Ley 5/2015 de la posibilidad de suspender una autorización de la plataforma, ahora proveedor, cuando existan indicios bien de que se han cometido, se están cometiendo infracciones o de que aquellos que ostente una participación significativa están influyendo negativamente en la gestión correcta de la plataforma y por ende creando un conflicto de intereses⁶²⁸. Esta opción de suspensión parece que en la actualidad se encuadraría más dentro de un potencial supuesto de revocación por infringir gravemente el reglamento, lo cual parece alineado con el objetivo de incrementar la protección de los inversores.

2.6 Plataformas de financiación participativa no armonizadas por el Derecho de la Unión Europea

El artículo 55 de la Ley 5/2015, en su redacción dada por la Ley 18/2022, establece el régimen jurídico aplicable a las plataformas de financiación participativa no armonizadas. Como se ha mencionado, se entienden como tales a aquellas entidades que presten sus servicios de financiación participativa en España, pero que no estén sujetas al reglamento por incurrir en las excepciones previstas en el artículo 1.2 a) o c) del mismo, a saber, que los servicios se presten a promotores de proyectos que sean consumidores o en que las ofertas de financiación participativa sean superiores a 5 millones en 12 meses.

Algún autor ha considerado como desacertado por parte del Reglamento la exclusión de la regulación relativa a la financiación de los consumidores de la regulación de este⁶²⁹. Aunque es posible que, dada la especialidad de las regulaciones relativas a los

⁶²⁸ Ver en este sentido CAMPUZANO, A.B., “Las plataformas de financiación”, *cit.*, p.265 la cual entiende que “La suspensión de la autorización de la plataforma de financiación participativa puede llevarla a cabo la Comisión Nacional del Mercado de Valores, cuando existan indicios fundados de la comisión de infracciones, cuando existan indicios fundados que permitan deducir que la influencia ejercida por las personas que posean una participación significativa pueda resultar en detrimento de la gestión correcta y prudente de la plataforma, y hasta que se resuelva la situación de conflicto de interés o como sanción por la comisión de infracciones graves.”

⁶²⁹ Ver en este sentido ZUNZUNEGUI, F., “Encuadre sistemático y conceptual”, *cit.*, p.52 quien entiende que “En este sentido, no está justificado que la Propuesta de Reglamento excluya de su ámbito la financiación participativa a consumidores. Esta es una de las principales lagunas de la Propuesta. La

consumidores, así como el limitado impacto en desarrollo económico que estas pueden tener, especialmente en un ámbito transnacional, la decisión del legislador europeo haya sido la acertada.

En estos casos a estas entidades no les resultará de aplicación el régimen jurídico establecido en el Reglamento (UE) 2020/1503 y solo estarán sometidas a la propia Ley 5/2015. Estas entidades deberán someterse, además, al proceso de autorización para prestar servicios si bien en la solicitud de autorización deberán manifestar expresamente su intención de someterse al régimen jurídico previsto el artículo 55, y la CNMV será la autoridad competente para desempeñar las funciones y obligaciones respecto de estas entidades. Se establece, además, que las mismas serán inscritas por la CNMV en un registro específico denominado «Plataformas de Financiación Participativa no armonizadas por la Unión Europea». Establecen, además, los apartados f) y g) del artículo 55.1 ciertos requisitos de información. El primero de ellos requiere que estas entidades en su comunicación de información anual a la CNMV especifiquen para cada proyecto o que su promotor es un consumidor o que todas las ofertas de financiación participativa intermediadas fueron por un importe superior a 5 millones de euros. El apartado g) en esta misma línea requiere que estas entidades informen a sus clientes de que no están autorizadas a prestar sus servicios de financiación participativa de forma transfronteriza.

3. Supervisión de los Proveedores de Servicios de Financiación Participativa en España

Los operadores de *crowdfunding* entendidos como proveedores de servicios o plataformas de financiación participativa según la terminología usada, se pueden erigir como terceros de confianza⁶³⁰. Se ha puesto de manifiesto la relevancia de la función de

financiación a consumidores a través de plataformas no incluida en la legislación del crédito al consumo debería ser incluida en el ámbito del Reglamento europeo.”

⁶³⁰ Ver en este sentido RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLEL, T., “Responsabilidad de las plataformas de financiación participativa”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p.521 la cual entiende que “En cuarto lugar, en la medida en que, en su condición de operadores de la plataforma, asumen funciones de control de acceso, selección de proyectos y/o promotores o inversores, eventual clasificación de proyectos según criterios o parámetros predeterminados, supervisión del cumplimiento de las normas internas, aplicación de sanciones, o incluso resolución de conflictos, las PFP pueden actuar como terceros de confianza. En efecto, las plataformas, como entornos electrónicos cerrados, centralizados y autorregulados, aportan, frente a la contratación en entorno abierto, el visible valor añadido de la confianza. La implementación de un control del acceso, la predisposición de normas internas, la existencia de mecanismos de supervisión, la imposición de sanciones

los proveedores de servicios de financiación participativa o plataformas de financiación participativa en la creación de confianza derivado de sus funciones en el control de acceso, selección y clasificación de proyectos, supervisión y aplicación de normas entre otros, pudiendo esta marcar una diferencia⁶³¹. Como tales terceros de confianza o garantes y dadas las importantes funciones que cumplen es necesaria su supervisión. En cuanto al sistema de supervisión de los operadores, se entendía, que el mismo, tal y como se configuraba en la legislación original de la Ley 5/2015 no era exhaustivo debido a los costes que ello conlleva si bien es cierto que en principio a mayor supervisión mayor protección⁶³².

Establece el artículo 15 del Reglamento (UE) 2020/1503 que las autoridades competentes que hayan concedido la autorización, la CNMV en caso español, supervisarán la prestación de servicios por parte de los proveedores de servicios de financiación participativa, evaluando el cumplimiento de las obligaciones del Reglamento⁶³³. Corresponde a las autoridades establecer la frecuencia y exhaustividad de

o la resolución de conflictos apuntalan un entorno confiable cuyo nivel de previsibilidad y credibilidad dependerá, en gran medida, de la actuación del operador de la plataforma. Estas expectativas de credibilidad para los usuarios admitidos en la plataforma se traducen, a través del contrato de acceso, en compromisos y obligaciones contractuales.” Y que “Este planteamiento que permitiría calificar, en cierta medida y bajo determinadas circunstancias, a los operadores como terceros de confianza (trusted third party o gatekeeper), se basa en la lógica económica que indica que una vez agotados los denominados recursos transaccionales endógenos, es conveniente para los operadores articular recursos transaccionales exógenos, es decir, proporcionados por terceros con el objetivo de señalar al mercado que son merecedores de confianza.”

⁶³¹ Ver en este sentido entre otros RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., “La responsabilidad de las plataformas: Alcance, límites”, *cit.*, epígrafe IV.4. [Las PFP como terceros de confianza], en este sentido entiende que “...en la medida en que, en su condición de operadores de la plataforma, asumen funciones de control de acceso, selección de proyectos y/o promotores o inversores, eventual clasificación de proyectos según criterios o parámetros predeterminados, supervisión del cumplimiento de las normas internas, aplicación de sanciones, o incluso resolución de conflictos, las PFP pueden actuar como terceros de confianza. En efecto, las plataformas, como entornos electrónicos cerrados, centralizados y autorregulados, aportan, frente a la contratación en entorno abierto, el visible valor añadido de la confianza.”

⁶³² Ver en este sentido AZOFRA VEGAS, F., “El concurso de acreedores de las plataformas de financiación participativa”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p. 577 que entiende que “El legislador no ha querido un sistema de supervisión exhaustivo de las plataformas de financiación participativa, al modo del que sí se articula en torno a las empresas de servicios de inversión o las entidades de crédito. Una supervisión exhaustiva comporta importantes costes: sistemas o fondos de garantía de inversiones o de depósitos; tasas públicas de supervisión; elefantiásicos departamentos de cumplimiento normativo en los sujetos supervisados, etc. Estas externalidades se trasladan, naturalmente, al coste del servicio que presta el sujeto supervisado. Más supervisión, más regulación, asegura (¡la mayor parte de las veces, al menos!) mayor protección para el usuario del servicio prestado por el sujeto supervisado, tanto durante la vida de la entidad supervisada, mediante el ejercicio de las facultades públicas de inspección y disciplinarias (arts. 89 a 93 LFFE) o en caso de alteración de la autorización (art. 58 LFFE), como en el trance del fracaso empresarial; pero también un mayor coste que, se quiera o no, paga en última instancia el usuario del servicio”.

⁶³³ Artículo 15.1 del Reglamento (UE) 2020/1503.

la evaluación con base a la naturaleza, escala y complejidad de las actividades y podrá incluso realizar inspecciones de los proveedores de servicios⁶³⁴. Esta posibilidad de efectuar inspecciones es similar en cierto modo a la supervisión efectuada por la SEC y FINRA en relación con la documentación.

A efectos de que la supervisión se efectúe de una manera adecuada, se requiere que los proveedores de servicios notifiquen modificaciones sustanciales en las condiciones de autorización y, deberán facilitar, cuando así se les solicite, la información necesaria para ser evaluados en el cumplimiento de sus obligaciones⁶³⁵. En el caso de España, es solo la CNMV la que supervisa a los proveedores de servicios de financiación participativa. La CNMV, por tanto, puede llegar a realizar inspecciones de los proveedores de servicios de financiación participativa, para verificar el cumplimiento de los requisitos del Reglamento (UE) 2020/1503 e incluso como se verá más adelante adoptar medidas al efecto.

La supervisión de los portales de financiación es un aspecto esencial de la regulación del *crowdfunding* o financiación participativa, si bien el enfoque en general coincide entre Estados Unidos y España y ambas regulaciones abogan por la protección de los intereses de los inversores y la promoción de la transparencia, existen ciertas diferencias entre los mismos. Estados Unidos como ya se ha mencionado establece una suerte de doble mecanismo de regulación en el sentido de los portales de financiación (*funding portals*) se encuentran supervisados por la SEC y FINRA. Mientras la SEC es responsable de hacer cumplir las leyes federales de valores y tiene la autoridad para iniciar acciones contra los portales de financiación, la asociación de valores FINRA regula la conducta de sus miembros y promueve el cumplimiento de las reglas que emite (FINRA rules). El ámbito de supervisión de estas instituciones no se limita a la fase de autorización, sino que continúa con relación al cumplimiento de los requisitos de información continuada y se les permite, además, la revisión de los libros y registros de los portales de financiación.

Difieren, sin embargo, España y Estados Unidos en cuanto al tipo de facultades de cada entidad de supervisión mientras la SEC y la FINRA como se ha visto tienen la autoridad para realizar exámenes de los portales de financiación para garantizar el

⁶³⁴ Artículo.2 15 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶³⁵ Artículo 15 del Reglamento (UE) 2020/1503.

cumplimiento de los requisitos reglamentarios y pueden tomar medidas de cumplimiento si identifican alguna infracción; en España, la CNMV puede realizar inspecciones de los proveedores de servicios de financiación participativa si bien sin la autoridad de ejecución que la SEC y FINRA tienen.

Conviene mencionar además un inciso de la reciente Ley 6/2023, donde en su artículo 36.2 exceptiona de la necesidad de intervención obligatoria de una entidad autorizada para prestar servicios de inversión, en los casos en que el emisor “realice la actividad propia de las plataformas de financiación participativa, así como de los proveedores de servicios de financiación participativa autorizados conforme al Reglamento (UE) n.º 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020”⁶³⁶.

Algunos autores han puesto de manifiesto las complicaciones derivadas de una inadecuada regulación del *crowdfunding* así como los riesgos de que una insuficiente o inadecuada regulación conlleve a lo que él denomina como situaciones de alarma colectiva como las que sucedieron en relación a las inversiones en sellos o participaciones preferentes, argumentando que las plataformas de financiación participativa no responden como garantes ni del impago y que tampoco el Banco de España es considerado como tal ni tiene una función de vigilancia o supervisión de la viabilidad económica de los proyectos, por lo que sugiere que la normativa reduzca la implicación y su regulación como autoridad supervisora para no conducir a una mala interpretación de su actividad y no conlleve “una incongruencia entre el nivel de involucramiento real de la agencia pública y el alcance de sus avisos legales o *disclaimers*”⁶³⁷. Se aboga por este enfoque para evitar que en el caso de inversiones no exitosas los inversores frustrados o

⁶³⁶ Artículo 36.2 de la Ley 6/2023. Dispone el apartado 1 al que se refiere el apartado 2 mencionado que “1. Cuando se trate de colocación de emisiones no sujetas a la obligación de publicar folleto por tratarse de pagarés con plazo de vencimiento inferior a 365 días, por ir dirigidas a menos de ciento cincuenta inversores por Estado miembro excluyendo a los inversores cualificados, por requerirse una inversión mínima igual o superior a cien mil euros o por ser su importe total en la Unión Europea inferior a ocho millones de euros, calculado en un periodo de doce meses, que se dirijan al público en general empleando cualquier forma de comunicación publicitaria, deberá intervenir una entidad autorizada para prestar servicios de inversión. La actuación de esta entidad deberá incluir, al menos, la validación de la información a entregar a los inversores y la supervisión de modo general del proceso de comercialización”.

⁶³⁷ CARRASCO PERERA, A., “El ‘*crowdfunding*’ que viene”, *Actualidad Jurídica Aranzadi* num.883/2014 parte Tribuna, BIB 2014\1081, Editorial Aranzadi, S.A.U., 2014, Recurso electrónico, pp.1-2, p. 1.

en su entender estafados puedan actuar contra la Comisión Nacional del Mercado de Valores.⁶³⁸

4. Régimen de las obligaciones de los Proveedores de Servicios de Financiación en España

En el caso español, la anterior redacción de la Ley 5/2015 era más detallada con relación a las obligaciones de los proveedores de servicios de financiación participativa, si bien con la redacción introducida por la Ley 18/2022, esta se ha visto sustancialmente reducida por lo que el marco regulatorio deriva principalmente de las disposiciones contenidas en el Reglamento (UE) 2020/1503.

Con carácter general los proveedores de servicios de financiación participativa deberán actuar de manera honesta, equitativa y profesional atendiendo al mejor interés de sus clientes⁶³⁹. Asimismo, los proveedores deberán cumplir determinadas obligaciones de carácter más específico. En este sentido, por ejemplo, los proveedores de servicios no pueden pagar ni aceptar ningún beneficio (bien como pago, descuento u otro beneficio no económico) por orientar las órdenes de los inversores hacia una determinada oferta de financiación participativa de su propia plataforma o de la de un tercero⁶⁴⁰. Regulación esta similar a la aplicable estadounidense y anteriormente expuesta.

Asimismo, se imponen ciertas obligaciones a los proveedores de servicios de financiación participativa, relacionados con la información y documentación sobre sus operaciones o actividades. Estos deben conservar todos los documentos relacionados con sus servicios y operaciones en un soporte duradero durante un período de al menos cinco años⁶⁴¹. Igualmente, se asegurarán de que sus clientes tengan acceso inmediato a los registros de los servicios que se les han prestado en todo momento; y conservarán, durante un período de al menos cinco años, todos los contratos celebrados con los clientes⁶⁴². En cuanto a qué debe entenderse por soporte duradero, dispone el Reglamento (UE)

⁶³⁸ CARRASCO PERERA, A., “El ‘crowdfunding’ que viene”, *cit.*, p. 2

⁶³⁹ Artículo 3.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁴⁰ Artículo 3.3 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁴¹ En similar sentido el artículo 63 de la Ley 5/2015 en su redacción original, anterior a la Ley 18/2022, disponía que las plataformas de financiación participativa, debían conservar durante al menos 5 años a disposición de la CNMV la información.

⁶⁴² Artículo 26 del Reglamento (UE) 2020/1503.

2020/1503 que es “todo instrumento que permita almacenar información de modo que se pueda acceder a ella posteriormente para consulta y durante un período de tiempo adecuado para los fines a los que la información esté destinada, y que permita la reproducción sin cambios de la información almacenada”⁶⁴³.

Por otra parte, el Reglamento (UE) 2020/1503 establece que los proveedores de servicios de financiación participativa deberán proceder a comunicar a la autoridad competente que haya concedido la autorización (en el caso español la CNMV) con carácter anual y confidencial, los proyectos que hayan financiado a través de su plataforma incluyendo información relativa al promotor del proyecto y el importe captado; el instrumento emitido (es decir bien el préstamo, valores negociables o las participaciones de una sociedad de responsabilidad limitada); además de la información agregada sobre los inversores y el importe invertido⁶⁴⁴. Curiosamente requiere el precepto que el proveedor desglose la información por domicilio fiscal de los inversores, y que distinga entre inversores experimentados y no experimentados⁶⁴⁵.

En el caso de la regulación española no existe ni en la propia Ley 5/2015 tanto en la redacción original como en la introducida por la Ley 18/2022, ni en el propio Reglamento (UE) 2020/1503, mención expresa sobre la necesidad de la apertura de una cuenta del intermediario con el inversor ni se establece regulación específica al respecto si bien se puede asumir que la misma es necesaria. A tal efecto cabe entender que si bien no regulada se requiere a efectos prácticos la apertura de una cuenta por parte del proveedor de servicios de financiación participativa que se encuentre registrado y autorizado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y el inversor que pretenda formalizar una inversión en alguno de los proyectos publicitados por esta. A tal efecto entendemos que los inversores proporcionarían cierta información personal y financiera para las interacciones necesarias con el proveedor de servicios de financiación participativa.

⁶⁴³ Artículo 2.1 p) del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁴⁴ Artículo 16 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁴⁵ Artículo 16 del Reglamento (UE) 2020/1503.

5. Requisitos prudenciales

Entiende un sector doctrinal, en cuanto a los medios de protección del inversor, que estos se dirigen principalmente a establecer obligaciones para las plataformas, ahora, proveedores de servicios, de financiación participativa⁶⁴⁶. Una manifestación de esos mecanismos de protección es precisamente el establecimiento de requisitos prudenciales que ahora se examina.

La legislación aplicable en España al respecto de los requisitos prudenciales se encuentra contenida en el artículo 11 del Reglamento (UE) 2020/1503 y tiene como objetivo el establecimiento de salvaguardas para proteger la continuidad de la actividad lo que por tanto conlleva, cierta protección para los clientes e inversores de los proveedores de servicios. Se requiere a los proveedores de servicios disponer en todo momento por lo menos del importe más alto entre a) 25.000 EUR, o b) la cuarta parte de los gastos fijos generales del ejercicio anterior incluyendo el coste de los préstamos por servicio durante tres meses en caso de facilitar también préstamos⁶⁴⁷. Deberán tratarse, además de a) recursos propios, con ciertas especificidades, b) una póliza de seguro que cubra los territorios de la Unión en los que las ofertas de financiación participativa se comercialicen o una garantía comparable, o c) una combinación a) y b)⁶⁴⁸. Si bien este tipo de salvaguardas no se requieren a aquellos proveedores que estén sujetos al régimen de requisitos de fondos propios por riesgo operativo regulado en el título III de la parte tercera del Reglamento (UE) n. o 575/2013 o a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión regulados en el Reglamento (UE) 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo⁶⁴⁹.

También se excluyen de la aplicación de los requisitos prudenciales del reglamento a los proveedores de servicios que se encuentren sujetos a lo dispuesto en el artículo 4 (capital inicial) y 5 (fondos propios) de la Directiva 2009/110/CE sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como sobre

⁶⁴⁶ Ver en este sentido SANCHEZ RUIZ, M., “Las normas de conducta de las plataformas”, epígrafe II.1 [Finalidad y contenido], la cual establece que “.. los mecanismos de protección del inversor se traducen, principalmente, en diversas directrices específicas de actuación dirigidas, fundamentalmente, a las plataformas de financiación participativa”

⁶⁴⁷ Artículo 11.1 del Reglamento (UE) 2020/1503

⁶⁴⁸ Artículo 11.2 del Reglamento (UE) 2020/1503

⁶⁴⁹ Artículo 11.3 del Reglamento (UE) 2020/1503.

la supervisión prudencial de dichas entidades, así como los que estén sujetos a los artículos 7 (capital inicial), 8 (fondos propios) y 9 (cálculo de los fondos propios) de la Directiva (UE) 2015/2366 sobre servicios de pago en el mercado interior⁶⁵⁰. Para el cálculo de los gastos fijos generales se permite al proveedor utilizar las estimaciones de su plan de negocio siempre y cuando utilice datos históricos tan pronto como sea posible siempre y cuando haya estado operativo menos de 1 año (12 meses)⁶⁵¹.

En el caso de que el proveedor opte por una póliza de seguro para cubrir los requisitos prudenciales, se requiere que esta tenga como mínimo de acuerdo con el apartado 6 a) un período inicial no inferior a un año; b) un período mínimo de preaviso de 90 días para su cancelación; c) concertado con una empresa que esté autorizada para prestar el servicio de seguro, y d) que el prestador del seguro sea un tercero. Deberá incluir, además, la cobertura contra el riesgo de a) pérdida de documentos; b) declaraciones falsas o engañosas; c) actos, errores u omisiones que constituyan un incumplimiento de obligaciones legales y reglamentarias, del deber, frente a los clientes, de actuar con competencia y esmero, y de obligaciones de confidencialidad; d) la omisión de establecer, implantar y mantener procedimientos adecuados para evitar conflictos de interés; e) pérdidas derivadas de incidencias en el negocio, fallos en los sistemas o la gestión de procesos; y f) cuando sea aplicable al modelo de negocio, negligencia grave en la valoración de activos o en la determinación del precio y la puntuación de créditos⁶⁵².

Dispone por su parte el artículo 11.8 del Reglamento (UE) 2020/1503 el procedimiento para calcular la cuarta parte de los gastos fijos generales del ejercicio anterior a los efectos de determinar las salvaguardas prudenciales y específicamente en relación con el importe base para determinar la cuantía del importe a mantener⁶⁵³. Establece el citado artículo que los proveedores de servicios de financiación participativa calcularán los gastos generales fijos del ejercicio anterior utilizando “las cifras resultantes del marco contable aplicable, deduciendo [ciertos] elementos del total de gastos tras la distribución de beneficios a los socios en sus estados financieros anuales auditados más recientes o, cuando no se disponga de estados financieros auditados, en los estados financieros anuales validados por los supervisores nacionales.

⁶⁵⁰ Artículo 11.4 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁵¹ Artículo 11.5 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁵² Artículo 11.7 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁵³ Artículo 11.8 del Reglamento (UE) 2020/1503.

Dentro de los elementos que se habrán de deducir en el cálculo se encuentran: las primas para el personal y otras remuneraciones, en el caso que estén ligadas o dependan del beneficio neto de ese año, las participaciones en los beneficios de los empleados, los administradores y los socios; las remuneraciones variables y distribuciones de beneficios de ser estas discrecionales; específicas comisiones y retribuciones compartidas, así como “los gastos no recurrentes de actividades no ordinarias”⁶⁵⁴.

En el caso de que los terceros incurran en gastos fijos por cuenta de los proveedores de servicios y esos no se encuentren ya incluidos en el total de gastos se establecen dos supuestos. El primero de los supuestos establece que de disponer de un desglose de los gastos del tercero se establecerá el importe que efectivamente se haya incurrido por cuenta de los proveedores para sumarlo al cálculo de los gastos generales fijos resultantes del apartado 8 mencionado. En el caso de que no se cuente con tal desglose, se establece que la cuantía de los gastos incurridos por el tercero por cuenta de los proveedores de servicios se determinará de acuerdo con el plan de negocios y se procederá a sumarlo al cálculo de los gastos generales fijos⁶⁵⁵.

6. Régimen de *compliance* y de conflictos de intereses

En cuanto a la regulación española se establecen ciertos requisitos de diligencia debida que servirán asimismo como medidas para prevenir el fraude las cuales se aplican tanto a los proveedores de servicios de financiación participativa a los promotores. En este sentido, se requiere que los proveedores de servicios de financiación participativa ejerzan un mínimo de diligencia debida respecto de los promotores de proyectos y, en particular, comprueben que el promotor del proyecto carece de antecedentes penales, entre otros, con relación al fraude y a la prevención del blanqueo de capitales⁶⁵⁶.

Se establecen, por tanto, en el Reglamento (UE) 2020/1503 los requisitos de diligencia debida, requiriendo a los proveedores un nivel mínimo de diligencia debida respecto de los promotores de proyectos que hagan uso de la plataforma del proveedor de servicios de financiación participativa⁶⁵⁷. Ese requisito de diligencia debida conlleva que

⁶⁵⁴ Artículo 11.8 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁵⁵ Artículo 11.9 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁵⁶ Artículo 5 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁵⁷ Artículo 5 del Reglamento (UE) 2020/1503.

se compruebe y se obtengan las pruebas pertinentes que el promotor del proyecto carece de antecedentes penales con relación a la infracción de las 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”⁶⁵⁸. Se ha de confirmar, además, que el promotor del proyecto no está establecido en un país o territorio no cooperador, de acuerdo con las políticas de la Unión ni en un tercer país considerado de alto riesgo en cuanto a blanqueo de capitales o financiación del terrorismo⁶⁵⁹.

Igualmente, los futuros proveedores de servicios de financiación participativa deben acreditar también la ausencia de antecedentes penales en lo que se refiere a blanqueo de capitales, y fraude entre otros, por parte de todas las personas físicas que participen en su dirección, así como de los socios que posean un 20 % o más del capital o de los derechos de voto⁶⁶⁰.

En relación con los supuestos de externalización de parte de las funciones por parte de los proveedores de servicios, se establece la necesidad de que los proveedores tomen todas las medidas razonables a fin de evitar riesgos operativos adicionales, sin que esta pueda afectar a la calidad del control interno de los proveedores, ni a la capacidad de la autoridad competente para efectuar la requerida supervisión⁶⁶¹. La externalización de funciones por parte de los proveedores de servicios no afectará a la responsabilidad por el cumplimiento del Reglamento con relación a las actividades externalizadas⁶⁶².

Si bien la actual regulación de la Ley 5/2015 en la redacción dada por la Ley 18/2022 no contiene mención específica al fraude, sí que lo hacía la redacción original al establecer que las plataformas de financiación participativa, actuales proveedores de servicios de financiación participativa debían incluir en su página web “las medidas y los medios organizativos adoptados para minimizar el riesgo de fraude y el riesgo operacional”⁶⁶³.

⁶⁵⁸ Artículo 5.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁵⁹ Artículo 5.2 b) del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁶⁰ Artículo 12.3 del Reglamento (UE) 2020/1503. Ver artículo 9 apartado 2, de la Directiva (UE) 2015/849 (relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo, y por la que se modifica el Reglamento (UE) no 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, y se derogan la Directiva 2005/60/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y la Directiva 2006/70/CE de la Comisión) para países que se entienden de alto riesgo.

⁶⁶¹ Artículo 9 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁶² Artículo 9.3 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁶³ Artículo 61.1 e) de la Ley 5/2015 en su redacción original.

Como complemento a estas medidas contra el fraude se podría considerar la adopción, como considera un sector doctrinal, de la creación de un fondo financiado por la propia industria de las plataformas, a efectos de cubrir las pérdidas derivadas por casos de fraude, incluyendo en la cobertura del fondo las derivadas de la insolvencia de los proveedores de servicios de financiación participativa y excluyendo las pérdidas derivadas del fracaso de la inversión⁶⁶⁴. Tal fondo haría frente al principal riesgo que existe para el desarrollo del *crowdfunding* y es precisamente “la posibilidad de que el proveedor no cumpla con sus compromisos ya sea porque cometa fraude al apropiarse de los fondos destinados a ser invertidos a través de la plataforma o proceda al cierre de actividades por insolvencia o cualquier otra dificultad”⁶⁶⁵.

Se ha de mencionar, además, la posibilidad de que en casos de fraude se pueda establecer la responsabilidad penal incluso de las personas jurídicas siendo estas culpables cuando se omite “la adopción de las medidas de precaución que le son exigibles para garantizar un desarrollo ordenado y no delictivo de la actividad empresarial”⁶⁶⁶. En este sentido, se entiende por la doctrina, que podrían ser responsables de los delitos cometidos en fraude de inversores y de crédito regulados en el art. 282 bis del Código Penal⁶⁶⁷.

Conviene destacar asimismo la inclusión en el artículo 10 de la recientemente publicada Ley 2/2023, de la obligación de disponer un sistema interno de información (*whistleblowing*) en los términos previstos en la ley tanto las personas físicas o jurídicas del sector privado que tengan contratados cincuenta o más trabajadores, como las “personas jurídicas del sector privado que entren en el ámbito de aplicación de los actos de la Unión Europea en materia de servicios, productos y mercados financieros [...] deberán disponer de un Sistema interno de información que se regulará por su normativa

⁶⁶⁴ Ver en este sentido ZUNZUNEGUI, F., “Encuadre sistemático y conceptual”, *cit.*, p.55 quien entiende que “La principal garantía directa frente al fraude es la que derivada de la creación de un fondo, financiado por la industria de las plataformas, con el fin de cubrir las pérdidas ocasionadas por casos de fraude o insolvencia de los proveedores de servicios de financiación participativa. Se aplica el principio de solidaridad de plaza. Dicho fondo no cubriría el riesgo de mercado del fracaso de la inversión, solo cubriría el fraude o insolvencia del proveedor.”

⁶⁶⁵ Ver en este sentido ZUNZUNEGUI, F., “Encuadre sistemático y conceptual”, *cit.*, p. 55.

⁶⁶⁶ Ver en este sentido TOLMOS, L.M., “La protección jurídica del inversor: El tercero”, *cit.*, epígrafe IV. [La figura del «compliance» en las plataformas de «*crowdfunding*» (delitos por blanqueo de capitales, hacking, contenidos y productos ilícitos), y Circular 1/2016, de 22 de enero, sobre la responsabilidad penal de las personas jurídicas conforme a la reforma del Código Penal efectuada por Ley Orgánica 1/2015.

⁶⁶⁷ Ver en este sentido TOLMOS, L.M., “La protección jurídica del inversor: El tercero”, *cit.*, epígrafe IV. [La figura del «compliance» en las plataformas de «*crowdfunding*» (delitos por blanqueo de capitales, hacking, contenidos y productos ilícitos)].

específica con independencia del número de trabajadores con que cuenten. En estos casos, esta ley será de aplicación en lo no regulado por su normativa específica”. Esta obligación será además aplicable a las personas jurídicas no domiciliadas en el territorio nacional pero que desarrollen en este “actividades a través de sucursales o agentes o mediante prestación de servicios sin establecimiento permanente”⁶⁶⁸. Se requiere que se informe además sobre el uso de todo canal interno de información que se haya implantado y de tener página web, deberá constar en esta⁶⁶⁹. Por último, las entidades jurídicas del sector privado con doscientos cuarenta y nueve trabajadores o menos deberán implantar el sistema interno de información o su adaptación implementado antes del 1 de diciembre de 2023⁶⁷⁰.

Los proveedores de servicios de financiación participativa deberán además actuar de manera honesta, equitativa y profesional atendiendo al mejor interés de sus clientes⁶⁷¹. Se establecen, para ello, ciertas obligaciones que podrían calificarse de *compliance*, al decretar que el órgano de dirección del proveedor de servicios establezca y supervise la aplicación de políticas y procedimientos adecuados, con objeto de garantizar una gestión eficaz y prudente, incluidas la separación de funciones, la continuidad de la actividad y la prevención de conflictos de intereses⁶⁷². A tal efecto, el Reglamento requiere a los órganos de dirección el establecimiento de sistemas y controles adecuados, para la evaluación de los riesgos relacionados con los préstamos ofertados a través de la plataforma de financiación participativa, y revisar, al menos una vez cada dos años, las salvaguardas prudenciales, y el plan de continuidad de las actividades⁶⁷³. Se ha destacado precisamente como la importancia de los aspectos relativos a los conflictos de intereses ha ido en aumento⁶⁷⁴. Ya se mencionaba por un sector doctrinal la necesidad distinción de la necesidad de evitar los conflictos de intereses por parte de los empleados derivados de su propio contrato de trabajo o servicios y los de los directivos o administradores que derivan de los deberes de diligencia y lealtad contenidos en los artículos 225 a 232 de la

⁶⁶⁸ Artículo 10 de la Ley 2/2023, de 20 de febrero, reguladora de la protección de las personas que informen sobre infracciones normativas y de lucha contra la corrupción (en adelante Ley 2/2023).

⁶⁶⁹ Artículo 25 de la Ley 2/2023.

⁶⁷⁰ Disposición transitoria segunda de la Ley 2/2023.

⁶⁷¹ Artículo 3.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁷² Artículo 4 del Reglamento (UE) 2020/1503

⁶⁷³ Artículo 4.2 y 4.3 del Reglamento (UE) 2020/1503

⁶⁷⁴ CAMPUZANO, A.B., “Las plataformas de financiación”, *cit.*, p.268.

ley de Sociedades de Capital⁶⁷⁵. Llegando a contar incluso con un precepto específico relativo a la necesidad de evitar situaciones de conflicto de interés⁶⁷⁶.

La base de actuación de la plataforma debe estar orientada, por tanto, por la buena fe en sus actuaciones como parte contratante, así como los deberes de neutralidad e integridad⁶⁷⁷. Se destaca por la doctrina, por tanto, la necesidad de que se pueda garantizar “la imparcialidad, neutralidad y probidad” de las plataformas⁶⁷⁸. Destacaba algún autor en como el principio de neutralidad es de hecho un principio “que no se exige a las empresas de servicios de inversión, [si no que es] un principio propio de las infraestructuras del mercado”⁶⁷⁹. Sin embargo, como acertadamente indica la doctrina, los conflictos de intereses en las operaciones de *crowdfunding* se concentran principalmente en los proveedores de servicios de financiación participativa, ya que son precisamente estos los que se encuentran proporcionando un servicio de mediación a los otros dos sujetos, inversores y promotores⁶⁸⁰. Dada la complejidad de las relaciones existentes entre los diversos sujetos, surge la necesidad de un modelo de conducta para los proveedores y de guía de estos en sus actuaciones, ya que estos adoptan una posición intermedia entre los otros dos sujetos sin asumir a priori ningún riesgo propio⁶⁸¹.

Se requiere, por ello, que “los proveedores de servicios de financiación instituyan normas internas para evitar conflictos de intereses”⁶⁸². Asimismo, se establece que los proveedores de servicios adopten medidas para “detectar, gestionar y comunicar los conflictos de interés entre, por una parte, los propios proveedores de servicios de

⁶⁷⁵ CAMPUZANO, A.B., “Las plataformas de financiación”, *cit.*, p.269.

⁶⁷⁶ Vid. Artículo 229 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital y CAMPUZANO, A.B., “Las plataformas de financiación”, *cit.*, p.270.

⁶⁷⁷ Ver JIMENEZ ALEMAN, J.A., “Análisis de los conflictos de interés en la financiación participativa: alertas y propuestas en un nuevo escenario de interacción financiera”, *Revista de Derecho del Sistema Financiero I*, Marzo 2021, pp. 223–274, p. 225.

⁶⁷⁸ GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *Plataformas de financiación participativa*, *cit.*, p.111.

⁶⁷⁹ ZUNZUNEGUI, F. “Régimen Jurídico de las Plataformas”, *cit.*, p.23.

⁶⁸⁰ Ver JIMENEZ ALEMAN, J.A., “Análisis de los conflictos de interés”, *cit.*, p. 268.

⁶⁸¹ RODRIGUEZ MARTINEZ, I., “Claves de la reforma del modelo español”, *cit.*, p.63, la cual entiende que “El reto principal para los Estados, y especialmente el español, no es otro que alicatar una regulación completa del sistema de financiación participativa, que representa en la actualidad un tipo cada vez más importante de intermediación y que abarca no sólo el régimen de acceso y actividad de los proveedores de servicios de financiación participativa. También ha de atender el tratamiento y regulación del complejo entramado de relaciones derivadas del mismo entre estas PFPs y usuarios (promotores e inversores) y el modelo de conducta exigible a estas, en la medida en que proveedor de servicios de financiación participativa intermedia, sin asumir ningún riesgo propio, a través de una plataforma digital abierta al público, entre los inversores o prestamistas potenciales con promotores y/o empresas que buscan financiación.”.

⁶⁸² Artículo 8.3 del Reglamento (UE) 2020/1503.

financiación participativa, sus socios, directivos o empleados, o cualquier persona física o jurídica vinculada a ellos por control [...], y, por otra, sus clientes, o entre dos clientes”, debiendo informar a los sus clientes del origen, naturaleza y medidas mitigantes de los conflictos de interés debiendo esta información figurar prominentemente en el sitio web del proveedor, debiendo, además, facilitarla en un soporte duradero y con suficiente detalle, para que permita adoptar una decisión informada sobre el servicio⁶⁸³. Se entiende, consecuentemente, que será necesario que el órgano de administración del proveedor de servicios de financiación participativa diseñe y ejecute una política de prevención y gestión de los conflictos de intereses, así como el procedimiento a seguir en el caso que la prevención de los conflictos no sea suficiente.⁶⁸⁴

Por lo que concierne a los conflictos de intereses propiamente dichos, el artículo 8 del Reglamento (UE) 2020/1503 establece la regulación básica de estos como elemento esencial en el *compliance*. Define la doctrina qué se entiende como conflicto de intereses al entender que “el conflicto de intereses consiste en la relación de oposición o contradicción entre intereses pertenecientes a sujetos distintos, de manera que la satisfacción del interés de un sujeto tiene como consecuencia natural el sacrificio del interés del otro”⁶⁸⁵. Destaca un sector doctrinal cuales son los elementos concurrentes en una situación de conflicto de intereses entendiendo como tales a saber: 1) la existencia de un conflicto real o potencial, 2) dos intereses contrapuestos, y 3) la “presencia de una “obligación o deber legal, contractual, convencional, profesional o fiduciario” para actuar conforme a los intereses de una o más partes (a cargo de un sujeto denominado “agente” en la teoría de la agencia)⁶⁸⁶.

Se identifica acertadamente por la doctrina dos momentos en cuanto al régimen de los conflictos de intereses: uno *ex ante* donde la actuación debe ir encaminada a la prevención de la ocurrencia de estos conflictos, y uno *ex post* para el caso en que

⁶⁸³ Artículo 8.4, 8.5 y 8.6 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁸⁴ Ver en este sentido SANCHEZ RUIZ, M., “Las normas de conducta de las plataformas”, epígrafe V.1 [Régimen de los conflictos de intereses: sujetos y procedimiento].

⁶⁸⁵ Ver en este sentido SANCHEZ RUIZ, M., “Las normas de conducta de las plataformas”, *cit.*, epígrafe V.1 [Régimen de los conflictos de intereses: sujetos y procedimiento].

⁶⁸⁶ Ver JIMENEZ ALEMAN, J.A., “Análisis de los conflictos de interés”, *cit.*, p. 243. El autor procede a la identificación de los elementos concurrentes en la definición de ARGANDOÑA y referida en la p.242 de su obra donde establece que “ARGANDOÑA señala que el conflicto de interés tiene lugar en cualquier situación en que un interés interfiere o puede interferir con la capacidad de una persona, organización o institución para actuar de acuerdo con el interés de otra parte, siempre que aquella persona, organización o institución tenga una obligación (legal, convencional, fiduciaria o ética) de actuar de acuerdo con el interés de la otra parte. En el ámbito profesional la casuística es grande”.

acontezcan se gestione para reconducir el conflicto y cumplir de la mejor manera las obligaciones y proteger los intereses. Por lo que concierne a posibles medidas a adoptar, las más comunes para mitigar los conflictos de intereses se resumen en la declaración de intereses, en el sentido de comunicación de los intereses a aquella parte con la que existe el conflicto, la separación, en el sentido de aquel en el que tiene intereses contrapuestos no tome parte de la decisión, el abandono de los intereses personales por aquel en el que se dan los intereses contrapuestos. Pueden darse además cambios estructurales u otras medidas dirigidas a la gestión de los conflictos⁶⁸⁷.

Uno de los supuestos en los que más frecuentemente surgen los conflictos de intereses, es precisamente por la existencia de intereses económicos que pueden afectar sus deberes y requerida neutralidad como proveedor de servicios de financiación participativa. El Artículo 8.1 del Reglamento (UE) 2020/1503 establece, en este sentido, que “los proveedores de servicios de financiación participativa no tendrán participación alguna en las ofertas de financiación participativa que se encuentren en sus plataformas de financiación participativa”. De haber permitido que la plataforma invirtiese en los proyectos publicados por esta conllevaría el compromiso de su requerida neutralidad, además de la posible pérdida de recursos por participar en proyectos que terminaran en fracaso⁶⁸⁸. El legislador europeo, por tanto, viendo, los consiguientes riesgos, ha tomado acciones para el establecimiento de la necesaria neutralidad de los operadores no permitiendo participación en los proyectos publicados⁶⁸⁹. Resulta interesante la posición de un sector doctrinal que entiende que el *crowdfunding* como tal no requiere imparcialidad o neutralidad, sino que se trata más bien es un estándar de conducta impuesto a través de la Ley 5/2015 y, también acogido, en cierto modo, por el Reglamento (UE) 2020/1503⁶⁹⁰. Se menciona además que la neutralidad debe ser interpretada no en

⁶⁸⁷ Ver JIMENEZ ALEMAN, J.A., “Análisis de los conflictos de interés”, *cit.*, p. 243-244.

⁶⁸⁸ Ver en este sentido AZOFRA VEGAS, F., “El concurso de acreedores de las plataformas”, *cit.*, p. 582 que entiende que “Por ello, cuando se permite que las plataformas de financiación participativa inviertan en los proyectos intermediados por la plataforma, no sólo se compromete la neutralidad de la plataforma (lo que redundaría en perjuicio, siquiera potencial, de inversores y clientes), sino que se aumenta el riesgo de que la plataforma participe en fracasos empresariales y, así, que dilapide recursos siempre escasos al punto de propiciar su propio colapso.”

⁶⁸⁹ Ver en este sentido AZOFRA VEGAS, F., “El concurso de acreedores de las plataformas”, *cit.*, p. 589 que entiende que “A diferencia del legislador español, el pre-legislador europeo se ha mostrado mucho más beligerante en el esfuerzo por conseguir la preservación a ultranza de la neutralidad e imparcialidad de las plataformas de financiación participativa con “etiqueta europea”, prohibiendo de forma absoluta la participación de las plataformas en los proyectos publicados en la plataforma.”

⁶⁹⁰ Ver JIMENEZ ALEMAN, J.A., “Análisis de los conflictos de interés”, *cit.*, p. 242 el cual si bien se refiere al deber de neutralidad o imparcialidad del “comitente” posiblemente sea más acertado entenderlo

un sentido estricto sino de actuar en “el mejor interés de sus clientes tratándolos de forma justa y equitativa”⁶⁹¹.

Un sector doctrinal entiende, que el legislador ha pretendido limitar la “involucración de la plataforma en los riesgos de sus clientes, de forma que su actuación no pase de la mera intermediación” para de esta manera evitar la “generalización de factores de riesgo para la economía”⁶⁹². Esa obligación establecida en el apartado primero es esencial en cuanto se refiere a la necesidad independencia e imparcialidad que los proveedores de servicios han de tener en relación con los proyectos publicitados. Mantener un interés en los mismos, conllevaría el citado conflicto al tener mayores incentivos a que los proyectos en los que participan fueran exitosos pudiendo incidir en los resultados de la financiación mediante una mayor publicidad de esto, incluso si no tomaran acciones para fomentar la inversión en los proyectos de los que son inversores, existiría la percepción por parte de los clientes e inversores que al invertir el propio proveedor de servicios en ciertos proyectos estos tienen mayores posibilidades de éxito, y consecuentemente aquellos en los que no participan menores posibilidades⁶⁹³. Además, como proveedor de servicios de financiación participativa, es posible que tenga acceso a información no publica de los proyectos lo que los situaría en una situación con información privilegiada con relación a posibles proyectos competidores de aquellos en los que han invertido, creando, además, una situación de asimetría informativa en relación con el resto de los inversores.

en cuanto al mediador entendiendo por este a los proveedores de servicios de financiación participativa . Entiende el autor que “Sobre la base de lo expuesto, podemos afirmar que el funcionamiento del crowdfunding no ha exigido (desde un plano contractual o práctico) imparcialidad o neutralidad por parte del comitente, por lo cual estas características responden más bien a un estándar de conducta que el legislador impuso a través de la Ley 5/2015 y, en alguna medida fue acogido por el Reglamento (UE) 2020/1503. “

⁶⁹¹ Ver JIMENEZ ALEMAN, J.A., “Análisis de los conflictos de interés”, *cit.*, p. 254-255.

⁶⁹² Ver en este sentido AZOFRA VEGAS, F., “El concurso de acreedores de las plataformas”, *cit.*, p. 579 que entiende que “En resumen, y como se ve, las plataformas realizan labores próximas a las actividades reservadas de entidades de crédito y de empresas de servicio de inversión, y de ahí el interés del legislador (podría incluso decir la “obsesión” del legislador) por limitar la involucración de la plataforma en los riesgos de sus clientes, de forma que su actuación no pase de la mera intermediación, y se mantenga contenida en dimensión y perímetro de actuación; en definitiva, se pretender evitar la generalización de factores de riesgo para la economía.”

⁶⁹³ Vid. en este sentido PASTOR NÚÑEZ DE CASTRO, E., (2020), “Análisis de los límites de inversión”, *cit.*, p.1236 quien entiende que “El requisito de publicitar las participaciones, y principalmente de los criterios justificativos de tal inversión, si bien a priori parece facilitar cierta protección al inversor también genera un halo de potencial éxito del proyecto en el que la plataforma de financiación ha invertido, información esta que puede determinar las decisiones de inversión en perjuicio de otros proyectos publicitados en la plataforma.”

Un sector doctrinal sugería, sin embargo, como modo para minimizar el riesgo moral e incrementar la confiabilidad en los proyectos publicados en la plataforma, la opción del “*skin in the game*”, entendiendo por tal la obligación de que la plataforma invirtiese en todos los proyectos que publicara, con lo que se presumiría cierto nivel de diligencia en la selección de los proyectos⁶⁹⁴. Si bien esto podría plantearse como una opción, en mi opinión surgen ciertos problemas prácticos. El primero es la imposibilidad, con base a la regulación actual, y el segundo sería entender si esas inversiones realmente serían el mecanismo más adecuado. Requerir una inversión por la plataforma plantea ciertas cuestiones, como cuál debería ser la inversión mínima requerida, si debería ser en todas las campañas la misma cuantía o establecerse un porcentaje de inversión con base a la cantidad de inversión solicitada, cómo se valorarían ciertos términos no monetarios de la inversión, sin mencionar además el ingente capital que requeriría en su caso el proveedor de servicios para operar. No parece, además, que se exija requisitos similares para otros intermediarios por lo que no considero que esta opción sea la más adecuada.

El artículo 8 del Reglamento (UE) 2020/1503 establece además en su apartado segundo otra disposición para evitar los conflictos de intereses relativos a intereses económicos. Dispone este que los proveedores de servicios no aceptarán como promotores de proyectos que se oferten en sus plataformas y en relación con los que provean servicios, ni a los socios de los proveedores que posean al menos el 20 % del capital social o de los derechos de voto; ni a sus directivos o empleados; ni a ninguna persona física o jurídica vinculada a esos socios, directivos o empleados por control⁶⁹⁵. Si bien no se permite que los mismos sean promotores, sí que se permite la opción de que los mismos sean inversores de proyectos ofertados en sus plataformas si bien se requiere que lo hagan público en el sitio web e incluyan información sobre los proyectos específicos en los que hayan invertido⁶⁹⁶. Al tener una conexión más estrecha con los proveedores de servicios, se requiere que los proveedores vigilen que las inversiones se den en igualdad de circunstancias con otros inversores y que no reciban ni trato preferente ni acceso a información privilegiada⁶⁹⁷.

⁶⁹⁴ JIMENEZ ALEMAN, J.A., “Análisis de los conflictos de interés en la financiación participativa: alertas y propuestas en un nuevo escenario de interacción financiera”, *Revista de Derecho del Sistema Financiero* 1, Marzo 2021, pp. 223–274, p. 234.

⁶⁹⁵ Artículo 8.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁹⁶ Artículo 8.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁶⁹⁷ Artículo 8.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

En desarrollo de los preceptos del Reglamento (UE) 2020/1503 relativos a los conflictos de intereses y conforme al mandato del artículo 8.7 del Reglamento la Comisión ha promulgado el Reglamento Delegado (UE) 2022/2111 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican los requisitos relativos a los conflictos de interés de los proveedores de servicios de financiación participativa⁶⁹⁸. El citado Reglamento Delegado 2022/2111 entró en vigor a los 20 días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea⁶⁹⁹.

La regulación de carácter más sustantivo se encuentra en los tres primeros artículos del Reglamento Delegado (UE) 2022/2111 los cuales establecen la regulación relativa a “Mantenimiento y funcionamiento de las normas internas para prevenir los conflictos de interés” en el artículo 1, las “Medidas para prevenir, detectar y gestionar los conflictos de interés” en el artículo 2 y finalmente en el artículo 3 la “Divulgación de información sobre la naturaleza general y las fuentes de los conflictos de interés y las medidas de mitigación”⁷⁰⁰. Las medidas y normas internas deben tener por objeto la prevención de los conflictos de intereses y en los casos en que tal prevención no sea posible la mitigación de estos⁷⁰¹.

Se establece que los proveedores de servicios de financiación participativa deberán establecer normas internas para prevenir los conflictos de interés debiendo estas adecuarse a la naturaleza y complejidad de la actividad⁷⁰². Se aclara, además, que de pertenecer el proveedor de servicios a un grupo las normas para prevenir los conflictos de intereses han de tener en cuenta, además, a la estructura y las actividades empresariales de otros miembros del grupo⁷⁰³. Las normas para evitar los conflictos de intereses deberán establecerse a efectos de que garanticen, como se ha mencionado, que ni los socios de los proveedores que posean al menos el 20 % del capital social o de los derechos de voto, ni sus directivos o empleados, ni ninguna persona física o jurídica vinculada a esos socios,

⁶⁹⁸ Reglamento Delegado (UE) 2022/2111.

⁶⁹⁹ Artículo 4 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2111.

⁷⁰⁰ Reglamento Delegado (UE) 2022/2111.

⁷⁰¹ Artículo 2.1 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2111.

⁷⁰² Artículo 1.1 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2111.

⁷⁰³ Artículo 1.2 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2111.

directivos o empleados por control puedan ser promotores de proyectos en los ofrecidos en la plataforma de financiación participativa ni aceptados como inversores en estos⁷⁰⁴.

Las normas deberán también identificar circunstancias que puedan dar lugar a conflictos de intereses reales o potenciales entre “los propios proveedores de servicios de financiación participativa, sus socios, directivos o empleados, o cualquier persona física o jurídica vinculada a ellos por control tal” y, entre sus clientes, o entre dos clientes teniendo en cuenta las actividades, si pertenece a algún grupo y el potencial riesgo para los clientes⁷⁰⁵. Se dispone que las reglas internas incluirán procedimientos eficaces para, en relación con los propios proveedores de servicios de financiación participativa, sus socios, directivos o empleados, o cualquier persona física o jurídica vinculada a ellos por control: a) prevenir o controlar el intercambio de información si esta puede perjudicar los intereses de uno o varios clientes (letra a), b) disposiciones para la supervisión separada de las personas que lleven a cabo actividades en nombre de clientes o que representen de alguna otra manera intereses diferentes (letra b), c) medidas para limitar el ejercicio de influencia inadecuada sobre la prestación de servicios (letra d), d) medidas para prevenir o controlar la participación simultánea o secuencial en servicios de financiación participativa diferentes (letra e), y e) la eliminación del vínculo directo entre la remuneración de los que ejerzan una actividad y la remuneración de los que ejerzan principalmente otra actividad cuando conlleve o pueda conllevar un conflicto de intereses⁷⁰⁶. Además, deben especificar los procedimientos a seguir y las medidas relativas a responsabilidades internas pertinentes⁷⁰⁷.

A efectos de la identificación de los conflictos de intereses por parte de los propios proveedores de servicios de financiación participativa, sus socios, directivos o empleados, o cualquier persona física o jurídica vinculada a ellos por control, se deberá tomar en consideración si alguno de ellos, bien obtenga ganancias económicas o evite pérdidas ambas en perjuicio de un cliente, bien tenga intereses contrapuestos en el resultado de un servicio al de su cliente, o bien tenga incentivos financieros o de otro tipo para favorecer los intereses de un cliente frente a otro u otros⁷⁰⁸. Las normas internas deberán ser

⁷⁰⁴ Artículo 1.3 a) y b) del Reglamento Delegado (UE) 2022/2111.

⁷⁰⁵ Artículo 1.3 c) del Reglamento Delegado (UE) 2022/2111 y Artículo 8.4 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁷⁰⁶ Artículo 1.5 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2111.

⁷⁰⁷ Artículo 1.3 d) del Reglamento Delegado (UE) 2022/2111.

⁷⁰⁸ Artículo 2.2 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2111.

revisadas y reevaluadas al menos una vez al año debiendo subsanarse las deficiencias identificadas⁷⁰⁹.

Por último, se establece la necesidad de publicar y actualizar la información relativa a las fuentes de conflictos de interés y a las medidas para su prevención y mitigación, incluyendo la descripción específica de los conflictos de interés y los riesgos asociados, en el sitio web en lugar accesible con facilidad, además de facilitar esta información en soporte duradero a los clientes⁷¹⁰.

7. Relaciones de los proveedores de servicios de financiación participativa con terceros

En cuanto a la posibilidad de realizar pagos a terceras partes se establece tal prohibición al prescribir que “los proveedores de servicios de financiación participativa no pagarán ni aceptarán ningún tipo de remuneración, descuento o rendimiento no pecuniario por orientar las órdenes de los inversores hacia una determinada oferta de financiación participativa realizada en sus plataformas de financiación participativa o a una determinada oferta de financiación participativa realizada en una plataforma de financiación participativa de un tercero”⁷¹¹.

Se establece, sin embargo, tal y como se deriva del artículo 27.1 del Reglamento (UE) 2020/1503 la posibilidad de que los proveedores de servicios de financiación participativa externalicen a terceros las comunicaciones publicitarias relativas a sus servicios si bien deberán ser identificables como tales entendiéndose que esta externalización es remunerada y por tanto conlleva pagos a terceras partes.

8. Actividades o servicios de financiación participativa regulados y vinculados

En el caso de España, ha de destacarse la definición contenida en el artículo 2.1 a) del Reglamento (UE) 2020/1503 el cual establece que son servicios de financiación participativa “la conexión de los intereses de los inversores y de los promotores de

⁷⁰⁹ Artículo 1.6 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2111.

⁷¹⁰ Artículo 3 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2111.

⁷¹¹ Artículo 3. del Reglamento Europeo (UE) 2020/1503

proyectos en materia de financiación empresarial mediante el uso de plataformas de financiación participativa”, que consista tanto en la facilitación de la concesión de préstamos (*crowdfunding* de préstamo) como en “la colocación sin base en un compromiso firme [...] de valores negociables y de instrumentos admitidos para la financiación participativa emitidos por los promotores de proyectos o por una entidad instrumental, y la recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con esos valores negociables e instrumentos admitidos para la financiación participativa”. Se establece que los proveedores de servicios pueden “proponer a los inversores individualmente proyectos de financiación participativa específicos que correspondan a uno o varios parámetros específicos o indicadores de riesgo elegidos por el inversor” debiendo estos proceder antes de efectuar la inversión, a estudiar todas las ofertas propuestas, y requiriéndose que respecto de cada una de las opciones propuestas adopte de forma expresa una decisión de inversión⁷¹². Se ha entendido por la doctrina como los principales servicios de financiación participativa prestados por los proveedores de servicios de financiación participativa son la colocación de los valores y la recepción y transmisión de las ordenes de los clientes, además de la posibilidad de prestar otros como la custodia de activos y la gestión de pagos⁷¹³.

En cuanto a los otros servicios vinculados con las operaciones de *crowdfunding*, regula el artículo 10 del Reglamento (UE) 2020/1503 la prestación de servicios de custodia de activos de clientes y de servicios de pago por parte de los proveedores de servicios. De prestar los proveedores de servicios tales servicios de custodia de activos deben informar a sus clientes de la naturaleza y las condiciones de dichos servicios, y de si son prestados por ellos mismos o por un tercero⁷¹⁴. De proceder los mismos proveedores de servicios a realizar operaciones de pago relacionadas con valores negociables e instrumentos admitidos para la financiación participativa, deberán depositar los fondos bien en un banco central, o bien en una entidad de crédito autorizada⁷¹⁵. En relación con los servicios de pago se establece que se podrán prestar estos servicios por

⁷¹² Artículo 3.4 del Reglamento (UE) 2020/1503

⁷¹³ SANCHEZ RUIZ, M., "El equity crowdfunding en el Reglamento (UE) 2020/1503 sobre proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas", Derecho digital y nuevas tecnologías, Dir. Madrid Parra, A. y Alvarado Herrera, L., Ed. Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., marzo 2022, Recurso electrónico, epígrafe I. [Equity Crowdfunding: Concepto y Regulación].

⁷¹⁴ Artículo 10.1 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁷¹⁵ Artículo 10.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

el proveedor de servicios por sí mismo o a través de un tercero siempre sean proveedores de servicios de pago de conformidad con lo dispuesto en la Directiva (UE) 2015/2366⁷¹⁶.

De no prestarse por el proveedor los servicios de pago, bien por sí mismo bien por un tercero, debe establecer y garantizar que los promotores de proyectos acepten la financiación o cualquier otro pago solo de aquellos proveedores de servicios de pago autorizados de conformidad con lo dispuesto en la Directiva (UE) 2015/2366⁷¹⁷. Con relación a los servicios de custodia de valores, se requiere que la entidad que preste servicios de custodia disponga de una autorización conforme a las Directivas 2013/36/UE o 2014/65/UE⁷¹⁸. Siempre que se cumpla ese requisito se permite al proveedor de servicios de financiación participativa o un tercero la custodia de los valores negociables o instrumentos admitidos para la financiación participativa siempre que puedan consignarse en una cuenta de instrumentos financieros abierta a nombre de un inversor o puedan entregarse físicamente a un depositario⁷¹⁹.

En el caso de las operaciones de financiación participativa y a diferencia de lo que sucede con MIFID no existe un servicio de asesoramiento como ha entendido la doctrina, ya que la decisión de invertir o no es propia del inversor ,y la propuesta que efectúa el proveedor de servicios no conlleva ningún juicio de valor, solo de referencia a los criterios identificados por el inversor⁷²⁰. Existe además una obligación de informar a los inversores por parte de los proveedores de servicios de financiación participativa, si bien es suficiente consista en hacerla disponible en su página web, de que las inversiones no se encuentran cubiertas ni por el sistema de garantía de depósitos ni por el sistema de indemnización de inversores. Se debe asimismo facilitar a los inversores la ficha de datos fundamentales de la inversión, que será elaborada por los promotores⁷²¹. Dado que esta última se elabora por los promotores procederemos al análisis pormenorizado de esta en el capítulo dedicado a los promotores y los proyectos.

⁷¹⁶ Artículo 10.4 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁷¹⁷ Artículo 10.5 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁷¹⁸ Artículo 10.3 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁷¹⁹ Artículo 10.3 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁷²⁰ AGÜERO ORTIZ, A., “Normas de protección del inversor”, *cit.*, p.145.

⁷²¹ AGÜERO ORTIZ, A., “Normas de protección del inversor”, *cit.*, p.150.

9. Canales de comunicación facilitados por los portales de financiación y comunicaciones publicitarias

9.1 Tablón de anuncios

Otro de los servicios o funciones que se permite a los proveedores de servicios, si bien no servicio en términos propios, es la creación de un tablón de anuncios para publicar anuncios de interés en la compraventa de préstamos, valores negociables o instrumentos admitidos para la financiación participativa que se ofertaron en la plataforma⁷²². Si bien se establece que el tablón no puede utilizarse para casar intereses de compraventa y dar lugar a contratos, es decir, no podrá consistir “en un sistema de casación interno que ejecute órdenes de los clientes de forma multilateral”⁷²³. Este vacío normativo, con una gran incidencia práctica, es precisamente la falta de servicios de “negociación secundaria” como tal⁷²⁴.

De optar por la tenencia de un tablón de anuncios de esta naturaleza, el proveedor deberá informar a los clientes sobre la naturaleza del tablón, exigir que los clientes que publiquen algún anuncio pongan a disposición una ficha de datos fundamentales de la inversión, e informen a los clientes que tengan la intención de comprar préstamos publicados en el tablón de anuncios la información relativa a los préstamos ofertados por el proveedor de servicios, debiendo, además, asegurarse que los clientes interesados en los anuncios publicados sean informados de que la inversión no está cubierta por el fondo de garantía de depósitos y reciban la advertencia de riesgo⁷²⁵. De prestar los proveedores de servicios, servicios de custodia de activos, deberán exigir a los inversores que publiquen anuncios en el tablón que notifiquen “todo cambio de titularidad a efectos de verificación de la titularidad y registro”⁷²⁶. Además, en el caso que los proveedores de servicios propongan un precio de referencia para las compraventas publicadas en el tablón deben informar a los clientes de que el precio de referencia que se propone no es

⁷²² Artículo 25.1 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁷²³ Artículo 25.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁷²⁴ Ver en este sentido ZUNZUNEGUI, F., “Enquadre sistemático y conceptual”, *cit.*, p.52 quien entiende que “Debe permitirse que los proveedores de financiación participativa ofrezcan servicios de negociación secundaria. Con este complemento se dota de la liquidez necesaria a los productos contratados a través de las plataformas”

⁷²⁵ Artículo 25.3 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁷²⁶ Artículo 25.4 del Reglamento (UE) 2020/1503.

vinculante y deben incluir una justificación haciendo pública la metodología para su determinación⁷²⁷.

En cuanto, a cuál es el verdadero aporte de estos canales de comunicación, no es tan evidente. Un sector doctrinal ha entendido que, si bien el uso de plataformas en línea permite la puesta en común de información y la comunicación, en la práctica los inversores carecen de incentivos para la recopilar información de manera confiable impidiendo por tanto la formación de la sabiduría de la multitud⁷²⁸. Uno de los problemas derivados de las comunicaciones publicitarias por parte de las plataformas o proveedores, es como acertadamente pone de manifiesto la doctrina, el hecho de que pueda afectar a su requerida imparcialidad⁷²⁹.

9.2 Publicidad comercial de los servicios de financiación participativa

Por otro lado, existe la regulación de las denominadas comunicaciones publicitarias. En cuanto a estas, es interesante el hecho de que se refiera más bien a la publicidad efectuada por parte de los proveedores de servicios de financiación y no tanto a la publicidad por parte de los emisores. La regulación estadounidense se encuentra sin embargo enfocada principalmente en la regulación de las comunicaciones publicitarias efectuadas por los emisores (sección 227.204) y se analizará en el correspondiente capítulo.

Disponía el artículo 64.1 de la Ley 5/2015, en su redacción anterior a la Ley 18/2022, que las plataformas de financiación participativa podían publicitar y realizar comunicaciones de carácter comercial sobre su actividad profesional general, lo que venía a referir a la publicidad de la plataforma como tal y de sus servicios concretos. Asimismo, se refería a la publicidad de los proyectos de financiación participativa y autorizaba la

⁷²⁷ Artículo 25.5 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁷²⁸ BELL, T., “Weakness in Number”, *cit.*, p. 178.

⁷²⁹ Ver en este sentido SANCHEZ RUIZ, M., “Las normas de conducta de las plataformas”, *cit.*, epígrafe IV [Las comunicaciones comerciales referidas a proyectos de financiación participativa], la cual establece que “Las principales reservas que suscita la realización de estas comunicaciones publicitarias por parte de una plataforma de financiación participativa derivan, en realidad, de que esta se presenta en el tráfico comercial, en principio, como un mediador imparcial que pone en contacto a promotores e inversores, no debiendo favorecer injustificadamente a un promotor en perjuicio de los otros, ni tampoco de los inversores.”

misma siempre y cuando “la selección de estos se base en criterios objetivos y no discriminatorios sobre los que se informará a los clientes”⁷³⁰.

Esta disposición generaba cierta confusión ya que, además, del hecho de que se autorizaba la publicidad de ciertos proyectos, parecía sugerir al inversor que los proyectos publicitados cuentan de un mayor respaldo por parte de la plataforma participativa sobre otros. Y aunque se hacía referencia a criterios objetivos no se encontraban ejemplos de estos en la regulación, a diferencia de lo que hace la estadounidense, ni tampoco aclaraban como se debía informar a los clientes. Para evitar la problemática generada a raíz de su apartado 2, el apartado 3 se limitaba a establecer cierta cláusula de salvaguarda al disponer que el deber de neutralidad y los demás principios recogidos en el artículo 60 de la Ley 5/2015 (en su redacción anterior a la Ley 18/2022) debían ser respetados.

En relación con los requisitos actuales relativos a las comunicaciones publicitarias, el artículo 27 del Reglamento (UE) 2020/1503 se refiere a la publicidad no por parte de los emisores sino por parte de los proveedores de servicios. Requiere este artículo en su apartado 1 que todas las comunicaciones publicitarias relativas a los servicios de los proveedores de servicios sean claramente identificables como tales, incluyendo aquellas que hayan sido externalizadas a terceros. Se establecen, además, ciertas salvaguardas, ya que no se permite que ninguna comunicación publicitaria persiga de forma desproporcionada determinados proyectos u ofertas antes del cierre de la recaudación de fondos⁷³¹. Previsión esta que no encuentra su equivalente como tal en el ámbito estadounidense, pero que podría considerarse en todo caso una desviación de los criterios objetivos que se requiere.

Se requiere, además, en esta misma línea que la información de las comunicaciones sea imparcial, clara y no engañosa y congruente con la información de la ficha de datos fundamentales de la inversión, de estar disponible, o con la que debería constar en esta de no estar aun disponible. En relación con los idiomas de las comunicaciones se requiere en el apartado 3 que proveedores de servicios de financiación participativa utilicen una o varias de las lenguas oficiales del Estado miembro o una lengua que sea aceptada por la autoridad competente de este. La autoridad donde se difundan las comunicaciones habrá de supervisar el cumplimiento de sus disposiciones

⁷³⁰ Artículo 64.1 de la Ley 5/2015 en su anterior redacción.

⁷³¹ Artículo 27.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

legales, reglamentarias y administrativas nacionales aplicables a las comunicaciones por parte de los proveedores de servicios y no podrá exigir la notificación y aprobación previas de las comunicaciones tal y como prescriben los apartados 4 y 5 del artículo 27 del Reglamento.

CAPITULO CUARTO. INVERSORES.

I. TRATAMIENTO Y REGULACIÓN DE LOS INVERSORES EN ESTADOS UNIDOS

1. Regulación y clasificación de los de inversores a efectos del *crowdfunding* en Estados Unidos.

Como ha puesto de manifiesto la doctrina, el *crowdfunding* financiero es una de las manifestaciones más relevantes del *crowdfunding* debido a las cuestiones jurídicas y los riesgos potenciales que plantea y por ende la necesidad de una protección mayor de los inversores⁷³². Las limitaciones de la regulación estadounidense tienen, por tanto, como objetivo proteger a los inversores del fraude mientras se avanza en la misión de facilitar que las nuevas empresas obtengan capital⁷³³. Es necesario, sin embargo, destacar que ciertos problemas jurídicos no son solo propios del *crowdfunding*, sino que derivan asimismo de las modalidades de *Fintech* en general, tales como la protección de datos y otros⁷³⁴.

En este sentido, la doctrina ha mostrado su preocupación en cuanto a la protección de los inversores en el ámbito específico del *equity crowdfunding*. Entre otros motivos, surge la preocupación por la potencial falta de comprensión por parte de los inversores de los riesgos y la sustancial asimetría informativa entre emisores y compradores, además de los consiguientes problemas de iliquidez, lo que entienden podría llevar a la ruptura del mercado de *crowdfunding* o la explotación de inversores no suficientemente sofisticados⁷³⁵. Precisamente en el caso del *equity crowdfunding*, se permite el acceso al capital a los emprendedores que quizás no pueden obtener capital a través de inversores institucionales, de ahí que sea necesario un mayor esfuerzo de realizar un análisis de *due*

⁷³² Vid. ESTEVAN DE QUESADA, C., “Crowdfunding financiero en la Unión Europea”, *cit.*, p.28.

⁷³³ Vid. MURPHY, T.. “Playing to a New Crowd: How Congress Could Break the Startup Status Quo by Raising the Cap on the Jobs...”, *Boston College Law Review*, 01/2017, Volumen 58, Número 2, p.775-807, p.800.

⁷³⁴ Vid. ESTEVAN DE QUESADA, C., “Crowdfunding financiero en la Unión Europea”, *cit.*, p.28, quien destaca que “, en este contexto surgen también cuestiones jurídicas problemáticas que son comunes a todas las actividades que se desarrollan en el ámbito de la denominada FinTech, como pueden ser las relacionadas con temas de protección de datos, de la comercialización a distancia de servicios financieros, del uso de las plataformas de Internet para llevar a cabo actividades ilícitas, etc.”

⁷³⁵ Vid. DOLATABADI, I., FRACASSI, C., y YANG, L., “Equity Crowdfunding...”, *cit.*, p.3-4.

diligence por los inversores, y quizás una mayor protección para estos, ya que de partida puede tratarse de inversiones en empresas en las que los inversores institucionales no han mostrado su interés⁷³⁶. Es innegable por tanto que ese interés de protección de los inversores se va a encontrar presente en el régimen jurídico. Un mecanismo recurrente en los ordenamientos a efectos de la protección es la distinción de tipos de inversores en base a diferentes criterios, y lo mismo sucede en el ámbito del *crowdfunding*. Como acertadamente ha expuesto un sector doctrinal, exponer a los inversores poco sofisticados a inversiones arriesgadas sin la divulgación adecuada sacrifica indebidamente los objetivos de protección de los inversores en aras de una “supuesta” necesidad de reducir las barreras de información para las pequeñas empresas y el *crowdfunding*⁷³⁷.

En este sentido, y a los efectos de la determinación de la protección de los inversores, resulta interesante analizar en el caso estadounidense la evolución que ha existido en cuanto a esa necesidad de diferenciar ciertos acreedores de otros en cuanto a las medidas de protección. Se puede destacar la sentencia del caso *SEC v. Ralston Purina* de 1953, ya que se trata de una de las principales decisiones o precedentes con relación a los valores en los Estados Unidos en la cual se dilucidaba sobre la excepción de la Sección 4(1) de la *Securities Act* de 1933 (sección a fecha de 1953) a saber, transacciones realizadas por un emisor que no implican ninguna oferta pública⁷³⁸. Resulta interesante precisamente, porque en cierto modo, pone de manifiesto el enfoque normativo que hay tras la protección de los inversores y la clasificación de los inversores en los Estados Unidos⁷³⁹.

La sentencia analiza si las personas específicas, o esa clase específica de personas afectadas, necesitan la protección de la *Securities Act* o no⁷⁴⁰. En este sentido, la sentencia determinaba que, el objetivo de la regulación es proteger a los inversores al promover la

⁷³⁶ Vid. DOLATABADI, I., FRACASSI, C., y YANG, L., “Equity Crowdfunding”, *cit.*, p.6.

⁷³⁷ HAZEN, T., “Crowdfunding or Fraudfunding?”, *cit.*, p.1767 quien entiende que “Exposing unsophisticated investors to risky investments without adequate disclosure unduly sacrifices investor-protection goals to the perceived need to lower the disclosure barriers for small businesses and crowdfunding techniques.”

⁷³⁸ SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953) disponible en <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/346/119/#F10>, p. 346 U. S. 120, fecha de última consulta el 2 de julio de 2023.

⁷³⁹ SEC, “Proposed Rule Amending the Accredited Inv'r Definition, Release No. 10734 (Dec. 18, 2019) , (“Proposing Release”) p.14 disponible <https://www.sec.gov/rules/proposed/2019/33-10734.pdf>, fecha de última consulta el 2 de julio de 2023.

⁷⁴⁰ SEC, “Final Rule Amending the “Accredited Investor” Definition”, Release Nos. 33-10824; 34-89669. (Aug. 26, 2020) (“Adopting Release”) p.5, disponible en <https://www.sec.gov/rules/final/2020/33-10824.pdf>, fecha de última consulta el 2 de julio de 2023.

divulgación completa de la información que se considera necesaria para tomar decisiones de inversión informadas. Se destaca ya por tanto en esta sentencia el importante papel que juega la información en la protección de los inversores como posteriormente se analizará. Entendía, además, la sentencia que las transacciones exentas son aquellas en las que no existe una necesidad práctica de la aplicación de la ley y que la aplicabilidad de la sección 4(1) debe depender de si la clase particular de personas afectadas necesita o no la protección de la Ley, de manera que una oferta a aquellos que demuestran que pueden valerse por sí mismos sería una transacción que no implicaría ninguna oferta pública⁷⁴¹. Se deduce por tanto que la lógica de la sentencia es que aquellos supuestos en los que la oferta se dirige a una pluralidad de inversores públicamente, algunos o la mayoría de estos pueden no tener los conocimientos necesarios, de ahí que precisen de información específica y de la aplicación por tanto de la ley.

Del mismo modo, la clasificación o reconocimiento de inversores cualificados o con mayor nivel de conocimiento o posibilidad de tolerar más riesgo existe en regulación propiamente dicha desde la regla 146, la cual se concibe como la predecesora de la *Regulation D* adoptada en 1974. A través de esta, se permitían ofertas y ventas solo a personas que el emisor creía razonablemente que tenían el conocimiento y la experiencia necesarios en asuntos financieros para evaluar los riesgos y los méritos de la posible inversión o que podrían asumir los riesgos económicos de la inversión, es decir, a inversores cualificados para ello. Otro ejemplo de precepto orientado a la distinción de aquellos inversores que pueden “permitirse” o que están en capacidad “de asumir los riesgos” de ciertas operaciones, era la regla 242 la cual vino a introducir el concepto de inversor acreditado en las leyes federales de valores, y estableció una exención de oferta limitada de hasta \$2 millones si bien sujeta a condiciones y estableció, asimismo, un concepto de “persona acreditada” siendo aquella que compra \$100.000 o más de los valores del emisor, un director o funcionario ejecutivo del emisor, o un tipo específico de entidad⁷⁴². Se ve por tanto cómo se optó por una consideración de la idoneidad de los inversores basados en los medios económicos de estos o en el puesto de estos.

Otro avance legislativo en la determinación y definición de inversiones que cuentan con circunstancias especiales, y, por ende, con necesidad de medidas de

⁷⁴¹ SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953), *cit.*, 346 U. S. 124

⁷⁴² SEC, “Proposed Rule Amending...”, *cit.*, p. 14-15.

protección para los inversores, fue la promulgación de la *Small Business Issuers' Simplification Act* de 1980, la cual incluyó una definición de inversor acreditado en la Sección 2(a)(15) de la propia *Securities Act*⁷⁴³. Tal definición se encuentra codificada en el apartado 77b(a)(15) del Título 15 del *U.S. Code* el cual establece que aparte de los inversores de carácter más corporativo o institucional a que se refiere en el apartado (i), serán inversores acreditados cualquier persona que, sobre la base de factores tales como sofisticación financiera, patrimonio neto, conocimiento y experiencia en asuntos financieros, o cantidad de activos bajo administración se califique como inversor acreditado bajo las reglas y reglamentos que prescribirá la SEC⁷⁴⁴. Se abarca en la citada definición diversos criterios a tomar en consideración, tanto de conocimiento como de patrimonio ostentado por el inversor, si bien sin llegar a detallar cómo se aplican tales criterios o consideraciones.

Los avances adicionales en este ámbito surgieron gracias a la implementación de la *Regulation D*. En particular, la Regla 506(b) de la *Regulation D*, bajo la Sección 4(a)(2) de la *Securities Act*, permite a los emisores ofrecer y vender una cantidad ilimitada de valores, siempre y cuando se realicen sin el uso de una solicitud general o publicidad, y las ventas estén limitadas únicamente a inversores acreditados y hasta 35 inversores no acreditados que cumplan con ciertos criterios de sofisticación en inversiones. Además, la Regla 506(c) de la *Regulation D* establece una exención sin restricciones en la cantidad de oferta, permitiendo que las ofertas se realicen a través de una solicitud general o publicidad general, siempre y cuando se dirijan exclusivamente a inversores acreditados, y el emisor tome medidas razonables para verificar el estado de acreditación de los inversores.. La definición de inversor acreditado de la Regla 501(a), se ha entendido, por tanto, como esencial, para la *Regulation D* ya que la misma establece los tipos de inversores que se consideran acreditados y por tanto la mayoría de la audiencia a la que se dirige⁷⁴⁵.

Debido a la relevancia e impacto en la práctica del concepto de inversor acreditado, se presentó en 2019 por parte de la SEC una propuesta de enmienda a la

⁷⁴³ SEC, "Proposed Rule Amending...", *cit.*, p. 15.

⁷⁴⁴ Sección 77b(a)(15)(ii) del Título 15 del U.S. Code la cual establece que "(ii) any person who, on the basis of such factors as financial sophistication, net worth, knowledge, and experience in financial matters, or amount of assets under management qualifies as an accredited investor under rules and regulations which the Commission shall prescribe."

⁷⁴⁵ SEC, "Proposed Rule Amending...", *cit.*, p. 17.

definición de inversor acreditado. Por la misma se presentaban enmiendas a la definición de inversor acreditado en las reglas de la SEC y se pretendía añadir nuevas categorías de personas naturales y entidades cualificadas⁷⁴⁶. La intención de esta propuesta de enmiendas era simplificar, armonizar y mejorar el marco regulatorio de las exenciones de la *Securities Act* de 1933 lo que permitiría promover la formación de capital y expandir las oportunidades de inversión a la par que se mantiene la protección de los inversores⁷⁴⁷.

La propuesta de la SEC de 2019 de enmienda del concepto de inversor acreditado venía orientada por el hecho de que, aunque la definición del inversor acreditado utiliza la riqueza como criterio principal para determinar la sofisticación financiera, otros criterios deben poder utilizarse también para establecer la condición de inversor acreditado para las personas naturales⁷⁴⁸. La propuesta tenía por objeto la enmienda de la definición de inversor acreditado tal y como se define en la Regla 501(a) de la *Regulation D*. Se pretendía añadir nuevas categorías a esta definición para permitir a las personas naturales ser calificadas como inversores acreditados con base en ciertas certificaciones profesionales, o designaciones, o credenciales de instituciones educativas acreditadas o con relación a inversiones en fondos privados en base al estatus personal de esa persona como empleado con conocimiento del fondo.

Asimismo, el objetivo era añadir ciertos tipos de entidades a la lista actual de entidades que pueden calificar como inversores acreditados, así como agregar una nueva categoría para cualquier entidad que posea "inversiones", según se define en 17 CFR 270.2a51-1 (b) bajo la *Investment Company Act* ("Regla 2a51-1 (b)"), en exceso de \$5 millones y que no se formó con el propósito específico de invertir en los valores ofrecidos. Se pretendía además agregar "oficinas familiares" con al menos \$5 millones en activos bajo administración y sus "clientes familiares", (según se definen en la *Investment Advisers Act*). Se buscaba también agregar el término "equivalente conyugal" a la definición de inversor acreditado, de modo que los equivalentes conyugales puedan agrupar sus finanzas con el fin de su calificación como inversores acreditados; y por

⁷⁴⁶ SEC, "Proposed Rule Amending...", *cit.*, p. 1.

⁷⁴⁷ SEC, "Proposed Rule Amending...", *cit.*, p. 5. Se hace referencia en la misma a Concept Release on Harmonization of Securities Offering Exemptions, Release No. 33-10649 (June 18, 2019) [84 FR 30460 (June 26, 2019)] ("Concept Release") disponible en <https://www.sec.gov/rules/concept/2019/33-10649.pdf> fecha de última consulta el 2 de julio de 2023.

⁷⁴⁸ SEC, "Proposed Rule Amending...", *cit.*, p. 5.

último codificar ciertas posiciones interpretativas que se relacionan con la definición de inversor acreditado⁷⁴⁹.

La propuesta también incluía la modificación de la definición de QIB (*qualified institutional buyer* o inversores/compradores institucionales cualificados) de la regla 144A(a) a los efectos de poder incluir tipos adicionales de entidades que cumplan el umbral de los \$100 millones y de esa manera evitar posibles “inconsistencias” entre los tipos de entidades que pueden ser considerados como inversores acreditados y aquellos que tienen estatus de compradores institucionales cualificados de la Regla 144A⁷⁵⁰.

Se entendía, además, por la SEC que la posibilidad de ampliar el concepto de inversor acreditado podía favorecer las reventas de la Regla 501 de la Regulación *Crowdfunding* ya que se impide la reventa en el plazo de un año a menos que se transfieran a inversores acreditados, por lo que aumentar el concepto de inversores acreditados conllevaría ampliar las oportunidades de transmitir los valores de *crowdfunding* antes del año haciéndolo a los reconsiderados inversores acreditados⁷⁵¹. Se ha destacado, sin embargo, que la motivación real detrás de esta propuesta de modificación radica en el hecho de que la *Regulation D*, y especialmente las ofertas bajo la regla 506(b), desempeñan un papel esencial para la formación de capital en los Estados Unidos⁷⁵².

La SEC no es ajena a las dificultades que entraña la definición de inversores acreditados y a las implicaciones que tiene, así como a la necesidad de guardar un necesario equilibrio⁷⁵³. Se entiende que una definición muy amplia de inversor acreditado podría afectar a la protección de los inversores, y por tanto a la confianza en los mercados; mientras que una definición muy limitada conllevaría una limitación al acceso de los inversores a oportunidades de inversión, en donde se pueden dar otras protecciones basadas en otro tipo de factores, a saber la sofisticación financiera de los inversores, el

⁷⁴⁹ SEC, “Proposed Rule Amending...”, *cit.*, p. 10-11.

⁷⁵⁰ SEC, “Proposed Rule Amending...”, *cit.*, p. 11.

⁷⁵¹ SEC, “Final Rule Amending...”, *cit.*, p. 118. y SEC, “Proposed Rule Amending...”, *cit.*, p. 116.

⁷⁵² SEC, “Final Rule Amending...”, *cit.*, p. 4-5, la cual establece que “*In 2019, registered offerings accounted for \$1.2 trillion (30.8 percent) of new capital, compared to approximately \$2.7 trillion (69.2 percent) that we estimate was raised through exempt offerings. Of this, the estimated amount of capital reported as being raised in offerings under Rule 506(b) and 506(c) of Regulation D was approximately \$1.56 trillion. The accredited investor definition is a central component of the Rule 506 exemptions from registration and plays an important role in other exemptions and other federal and state securities law contexts.*”

⁷⁵³ *Passim*. SEC, “Proposed Rule Amending...”, *cit.*, y SEC, “Final Rule Amending...”, *cit.*.

valor neto del inversor, el conocimiento y experiencia en mercados financieros, o la cantidad de activos que son gestionados⁷⁵⁴.

La aprobación de la propuesta se adoptó el 26 de agosto de 2020, y se publicó en el *Federal Register* el 9 de octubre de 2020 entrando en vigor el 8 de diciembre de 2020⁷⁵⁵. De conformidad con lo que establece la nueva sección 227501, actualmente las siguientes personas naturales son consideradas como inversores acreditados: los individuos con un patrimonio neto superior a \$1 millón (excluido para el computo el valor de la residencia principal del individuo y las deudas aseguradas con esta hasta el valor de mercado), ya sea solos o con sus cónyuges o equivalentes a los cónyuges⁷⁵⁶.

Además, se consideran como inversores acreditados los individuos que tuvieron un ingreso superior a \$200.000 en cada uno de los dos años más recientes, o un ingreso conjunto con el cónyuge del individuo superior a \$300.000 en cada uno de esos años, y tienen una expectativa razonable de alcanzar el mismo nivel de ingresos en el actual año⁷⁵⁷. Conviene, además, destacar la posibilidad de considerar como inversor acreditado a cualquier persona física que posea una o más certificaciones profesionales o designaciones o credenciales de una institución educativa acreditada que la SEC haya designado como calificante para la obtención del estatus de inversor acreditado⁷⁵⁸. A efectos de determinar qué certificación o designación profesional servirá para acreditar la condición de inversor acreditado se establece que se tomará en consideración si 1) esta surge de un examen o serie de exámenes administrados por una organización autorreguladora u otro organismo de la industria o es emitida por una institución educativa acreditada; 2) si el examen o exámenes están diseñados para demostrar de manera confiable y válida la comprensión y sofisticación de un individuo en las áreas de valores e inversión; 3) si se puede esperar razonablemente que las personas que obtengan dicha certificación, tengan suficiente conocimiento y experiencia en asuntos financieros y

⁷⁵⁴ SEC, “Proposed Rule Amending...”, *cit.*, p. 13.

⁷⁵⁵ SEC, “Final Rule Amending...”, *cit.*, p.1. *Vid.* también página web con la publicación en el Federal Register disponible en <https://www.federalregister.gov/documents/2020/10/09/2020-19189/accredited-investor-definition>, fecha de última consulta el 3 de julio de 2023 y nota de prensa de la SEC anunciando la adopción de la Final Rule Amending the Accredited Inv'r Definition, disponible en <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-191> fecha de última consulta el 3 de julio de 2023.

⁷⁵⁶ Sección 230.501(a)(5) del Título 17 CFR.

⁷⁵⁷ Sección 230.501(a)(6) del Título 17 CFR.

⁷⁵⁸ Sección 230.501(a)(10) del Título 17 CFR.

comerciales para evaluar los méritos y riesgos de una posible inversión; y 4) si se puede confirmar o verificar de forma independiente que un individuo posee la certificación⁷⁵⁹.

Igualmente, se considera como tal a la persona física que se considere como un "empleado informado", según se define en la *Investment Company Act* de 1940 del emisor de los valores que se ofrecen o venden donde el emisor sería una compañía de inversión, como se define en dicha ley si bien con ciertas exclusiones⁷⁶⁰. En cuanto a quién ha de entenderse como tal empleado informado (*Knowledgeable Employee*) habrá de estarse a lo establecido en la sección 270.3c-5(a)(4) del Título 17 del CFR, la cual entiende como tal a un ejecutivo, director, fideicomisario, socio general, miembro de la junta asesora o persona que se desempeñe en una capacidad similar, en la empresa o una persona de gestión afiliada a esta así como un empleado de la empresa que, en relación con sus funciones o deberes regulares, participe en las actividades de inversión, siempre que dicho empleado haya estado desempeñando tales funciones o sustancialmente similares durante al menos 12 meses⁷⁶¹.

Se establece, además, la consideración de inversores acreditados de ciertas entidades por el estatus de las mismas sin consideraciones de carácter financiero, las cuales incluyen: 1) bancos, asociaciones de ahorro y préstamo, corredores o distribuidores registrados de conformidad con la Sección 15 de la *Exchange Act*, compañías de seguros, compañías de inversión de pequeñas empresas, compañías de inversión registradas bajo la *Investment Company Act* o compañías de desarrollo comercial; 2) empresas privadas de desarrollo de negocios según se definen en la *Investment Advisers Act* de 1940 3) entidades en las que todos los propietarios de capital son inversores acreditados⁷⁶².

La legislación permite, además, la calificación de otras entidades como inversores acreditados en base a su estado y la cantidad de sus activos totales, las mismas incluyen: 1) organizaciones caritativas, corporaciones, fideicomisos o sociedades anónimas de Massachusetts, o sociedades anónimas, exentas de impuestos, no formadas con el

⁷⁵⁹ Sección 230.501(a)(10) del Título 17 CFR.

⁷⁶⁰ Sección 230.501(a)(11) del Título 17 CFR la cual dispone que "Any natural person who is a "knowledgeable employee," as defined in rule 3c-5(a)(4) under the Investment Company Act of 1940 (17 CFR 270.3c-5(a)(4)), of the issuer of the securities being offered or sold where the issuer would be an investment company, as defined in section 3 of such act, but for the exclusion provided by either section 3(c)(1) or section 3(c)(7) of such act".

⁷⁶¹ Sección 270.3c-5(a)(4) del Título 17 CFR.

⁷⁶² SEC, "Proposed Rule Amending...", *cit.*, p. 148.

propósito específico de adquirir los valores ofrecidos, con activos totales superiores a \$5 millones; 2) planes establecidos y mantenidos por un estado, sus subdivisiones políticas, o cualquier agencia o instrumentalidad de un estado o sus subdivisiones políticas, en beneficio de sus empleados, si dicho plan tiene activos totales superiores a \$5 millones; 3) planes de beneficios para empleados si un banco, asociación de ahorro y préstamo, compañía de seguros o asesor de inversiones registrado toma las decisiones de inversión, o si el plan tiene activos totales superiores a \$5 millones; y 4) fideicomisos con activos totales superiores a \$5 millones, no formados con el propósito específico de adquirir los valores ofrecidos, cuyas compras están dirigidas por una persona que cumple con el estándar legal de tener suficiente conocimiento y experiencia en asuntos financieros y comerciales para ser capaz de evaluar los méritos y riesgos de la posible inversión⁷⁶³.

La relevancia y el impacto práctico que tiene la definición de inversor acreditado conlleva la necesidad innegable que el mismo se actualice y enmiende en ciertas ocasiones. En este sentido, se ha de destacar que el concepto actual de inversor acreditado ha sido enmendado en 3 ocasiones con anterioridad a la más reciente de 2019: en 1988, en 1989 y en 2011. La enmienda de 1988 tuvo como objetivo incluir nuevos tipos de entidades, e incluir la posibilidad del test de los ingresos para las personas naturales, eliminando, además, la posibilidad de considerar a una persona como inversor acreditado en base a la compra de \$150.000 de los valores ofrecidos cuando el precio de la compra no exceda del 20% del valor neto de la persona. La modificación de 1989, por su parte, incluyó en la definición a planes establecidos y mantenidos por los gobiernos estatales y sus subdivisiones políticas, así como sus agencias e instrumentos, en beneficio de sus empleados si los planes tienen activos totales superiores a \$5 millones. Por último, la modificación de 2011 se introdujo para implementar los requisitos de la Sección 413(a) de la Ley *Dodd-Frank*, modificando el estándar de patrimonio neto de \$1 millón para que las personas físicas excluyan el valor de la residencia principal del inversor⁷⁶⁴.

Con este contexto cierto sector doctrinal se ha planteado si es necesaria una mayor regulación para guiar y ayudar a mejorar la sabiduría de la multitud llegando a cuestionar que los reguladores han de considerar si el *crowdfunding* debe mantenerse, dadas las

⁷⁶³ Sección 230.501 y SEC, “Proposed Rule Amending...”, *cit.*, p. 19.

⁷⁶⁴ SEC, “Proposed Rule Amending...”, *cit.*, p. 20.

dificultades en formar la sabiduría de la mayoría, o si la excepción ha de defenderse y mantenerse⁷⁶⁵.

2. Requisitos de información a los inversores en proyectos de *crowdfunding*

La regulación federal de valores se basa en la importancia de la divulgación de la información necesaria para permitir que los inversores suficientemente informados se las arreglen ellos mismos, de ahí precisamente que se entienda que la “luz del sol es el mejor desinfectante”, es decir transparencia e información es uno de los mejores mecanismos de protección⁷⁶⁶. En la misma línea algún autor acertadamente ha entendido que “la transparencia comienza por la información”⁷⁶⁷.

Las principales leyes federales que crean el marco regulatorio de los títulos valores en los Estados Unidos son, como se ha mencionado, la *Securities Act* y la *Exchange Act*. Estas se encargan, entre otras cosas, de regular el registro y la venta pública de valores y de establecer los informes periódicos y las obligaciones de informar por parte de las compañías públicas. Las citadas leyes requieren a las compañías proporcionar a los inversores la información relativa a los negocios, a la condición financiera y a los resultados de las operaciones⁷⁶⁸.

Información esta que es a todas luces esencial para que el público pueda realizar inversiones informadas. Dadas las singularidades de la participación en este tipo de proyectos de *crowdfunding*, se establecen requisitos específicos de información y materiales que deben ser facilitados a los inversores a efectos de que obtengan los conocimientos esenciales para llevar a cabo su participación en el proyecto y poder adoptar una decisión informada.

Como ya se ha mencionado, se requiere para ello que el intermediario tenga la versión más actualizada de los materiales educativos requeridos disponible en su plataforma en todo momento⁷⁶⁹. En el caso de que los materiales sean revisados

⁷⁶⁵ BELL, T., “Weakness in Number”, *cit.*, p. 178.

⁷⁶⁶ HAZEN, T., “Crowdfunding or Fraudfunding?”, *cit.*, p.1741.

⁷⁶⁷ GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *Plataformas de financiación participativa*, *cit.*, p.285.

⁷⁶⁸ Practical Law Corporate & Securities, “US Securities Laws”, *cit.*, epígrafe [Principal US Securities Laws]

⁷⁶⁹ Sección 227.302(b)(2) del Título 17 CFR.

sustancialmente, los citados materiales deberán estar a disposición de todos los inversores antes de aceptar compromisos de inversión adicionales o de realizar más transacciones⁷⁷⁰.

El intermediario debe, por tanto, entregar materiales educativos al inversor que expliquen en lenguaje simple, y que estén específicamente diseñados para una comunicación efectiva y precisa, los aspectos que en él se detallan⁷⁷¹. En relación con los valores de *crowdfunding* se debe detallar la información relativa al proceso para la oferta, compra y emisión de valores a través del intermediario y los riesgos asociados con la compra de valores ofrecidos y vendidos, así como los tipos de valores ofrecidos y vendidos disponibles para la compra en la plataforma del intermediario y los riesgos asociados con cada tipo de seguridad, incluido el riesgo de tener un poder de voto limitado como resultado de la dilución⁷⁷². Se informará además sobre las restricciones a la reventa de los valores, así como, la necesidad de que el inversor considere si invertir en el valor ofrecido y vendido es apropiado para ese inversor⁷⁷³.

El intermediario vendrá además obligado a incluir en los materiales educativos que se proporcionará a los inversores la información relativa a los tipos de información que un emisor debe proporcionar según la sección relativa a los requisitos de informes continuados (sección 227.202), la frecuencia de la entrega de esa información y la posibilidad de que esas obligaciones puedan terminar en el futuro⁷⁷⁴. Asimismo, comunicará las limitaciones sobre los montos que un inversor puede invertir y las limitaciones al derecho de un inversor a cancelar un compromiso de inversión y las circunstancias en que un compromiso de inversión puede ser cancelado por el emisor⁷⁷⁵.

Los materiales educativos deben advertir que, una vez completada una oferta realizada a través del intermediario, podrá existir o no una relación continua entre el emisor y el intermediario, de manera que se manejen las expectativas de los inversores⁷⁷⁶. Ello sirve para que los inversores no asuman que podrán de algún modo recurrir al intermediario ya que es probable que el intermediario y el emisor se desvinculen después de la operación. Por último, se deberá informar en los materiales que, bajo ciertas

⁷⁷⁰ Sección 227.302(b)(2) del Título 17 CFR.

⁷⁷¹ Sección 227.302(b)(1) del Título 17 CFR.

⁷⁷² Sección 227.302(b)(1)(i) y (ii) del Título 17 CFR.

⁷⁷³ Sección 227.302(b)(1)(iii) y (vii) del Título 17 CFR.

⁷⁷⁴ Sección 227.302(b)(1)(iv) del Título 17 CFR.

⁷⁷⁵ Sección 227.302(b)(1)(v) y (iv) del Título 17 CFR.

⁷⁷⁶ Sección 227.302(b)(1)(viii) del Título 17 CFR.

circunstancias, un emisor puede dejar de publicar informes anuales y, por lo tanto, un inversor puede no tener continuamente información financiera actual sobre el emisor⁷⁷⁷. Este aspecto es bastante relevante ya que, de dejar el emisor de publicar informes anuales, es posible que el inversor se encuentre en una situación donde no le resulta posible monitorear la situación de una inversión, que ya de por sí es complicada debido a las restricciones de transmisión. Por lo que poder contar con la información de que existe tal posibilidad, le proporciona mayor contexto para entender el riesgo.

Dentro de los requisitos de información, se establece que el emisor debe proporcionar una actualización sobre su progreso hacia el cumplimiento de la cantidad objetivo de la oferta dentro de los cinco días hábiles posteriores a la obtención del 50% y el 100% la cantidad objetivo de la oferta debiendo incluirse tal información en el formulario C-U (U de *update* o actualización). Se requiere, además, que, si el emisor acepta ingresos por encima de la cantidad objetivo de la oferta, también deberá presentar un Formulario C-U final que refleje la cantidad total de valores vendidos en la oferta. Se permite, sin embargo, que, si el intermediario proporciona actualizaciones frecuentes en su plataforma con respecto al progreso de la campaña para alcanzar el objetivo de la cantidad de oferta, el emisor presente solo un Formulario C-U final con la cantidad total de valores vendidos en la oferta⁷⁷⁸.

Los inversores se benefician, pues, tanto de la información facilitada por los intermediarios, como por la facilitada por los propios promotores de los proyectos de *crowdfunding*. La información facilitada por estos últimos es objeto de análisis en el epígrafe *Información proporcionada por los promotores del Capítulo relativo a los promotores*⁷⁷⁹.

3. Prueba de conocimientos y comprensión del riesgo por parte de los inversores en proyectos de *crowdfunding*

⁷⁷⁷ Sección 227.302(b)(1)(ix) del Título 17 CFR.

⁷⁷⁸ *Checklists for Corporate Counsel*, Thomson Reuters, March 2020 Update, Recurso electrónico, fecha de última consulta el 26 de abril de 2020, epígrafe [12:22. Crowdfunding: A small entity compliance checklist for issuers].

⁷⁷⁹ *Vid. infra*, Capítulo quinto, epígrafe 1.6 [Información proporcionada por los promotores].

La inversión en cualquier tipo de valor conlleva riesgo y este riesgo se entiende incrementado en las operaciones de *crowdfunding* debido al menor tamaño de las compañías que buscan financiación, lo novedoso de sus productos o líneas de negocio o el sector en el que se mueven, de ahí que sea necesario que el inversor entienda los riesgos asociados y preste su consentimiento informado a los mismos. Aunque el conocimiento y la comprensión son necesarios, pueden no ser suficientes. En este sentido, un sector doctrinal identifica los diferentes procesos de toma de decisiones indicando que, en el caso de los inversores no acreditados, son sustancialmente distintos de los de los inversores expertos, demostrando en su opinión una tendencia común de los inversores no acreditados de ignorar los indicadores de riesgo⁷⁸⁰. De ahí la necesidad de plantearse la efectividad de estas medidas a efectos de protección de los inversores.

Relacionado con la comprensión del riesgo por parte del inversor, es la facilitación de ciertos materiales educativos por parte de los intermediarios, cuestión que se analiza con detalle al hilo de las obligaciones de los portales de financiación en el Capítulo Tercero⁷⁸¹. Conviene, sin embargo, enfatizar, como ha destacado la SEC, que la información contenida en los materiales educativos es la relativa a términos básicos, relevantes para las transacciones de *crowdfunding* y sobre la cual todos los inversores deben ser conscientes antes de proceder con una inversión, incluyendo entre otros los aspectos relativos a las posibles restricciones a las reventas, riesgos de voto limitado, dilución o la posibilidad de que el emisor deje de presentar informes anuales⁷⁸².

Ha entendido la SEC que la regulación establecida ayuda a garantizar que los inversores reciban la información necesaria sobre aspectos clave de las inversiones, así como a que esta se actualice de manera continua cuando se precise por las circunstancias, proporcionando, por ende, información más actualizada y aumentando la protección⁷⁸³. A estos efectos, se requiere a los intermediarios que precisamente obtengan del inversor una declaración (*representation*)⁷⁸⁴. En este sentido, la SEC adoptó la Regla 302(b)(2) consciente de que los intermediarios no pueden asegurarse de que todos los inversores entiendan los riesgos involucrados. La regla requiere, como se ha mencionado, confirmar

⁷⁸⁰ BELL, T., “Weakness in Number”, *cit.*, p. 184.

⁷⁸¹ *Supra*. Capítulo Tercero. 4.2 [Información y educación de los inversores por parte de los portales de financiación].

⁷⁸² SEC, “Final Rule Crowdfunding”, *cit.*, p.192-193.

⁷⁸³ SEC, “Final Rule Crowdfunding”, *cit.*,p.195.

⁷⁸⁴ Sección 227.303(b)(2) del Título 17.

que el inversor ha revisado los materiales educativos entregados por el inversor, que entiende que la cantidad total de la inversión puede perderse y tiene condiciones financieras para soportar la pérdida de la inversión; y ha completado un cuestionario que demuestra la comprensión de los riesgos de la inversión y otros elementos legales⁷⁸⁵. Es decir, se ha de obtener un cuestionario, completado por el inversor, que demuestre que este entiende las limitaciones que existen para que este pueda cancelar el compromiso de inversión y obtenga el reembolso de la inversión, en el que declare, además, que comprende que puede ser complicado o no factible la reventa de los valores adquiridos y el hecho de que la inversión en valores ofertados a través de *crowdfunding* o financiación participativa entraña riesgo, y que el inversor no debe invertir ninguna cantidad a menos que pueda permitirse la pérdida de la cantidad total⁷⁸⁶.

Resulta interesante cómo en la Regulación *Crowdfunding* Regla Final en la sección C (*Intermediary Requirements 5. Requirements with Respect to Transactions a. Issuer Information, (2) Acknowledgment of Risk*) se establece el análisis de las opciones regulatorias para acreditar el conocimiento del riesgo por el inversor⁷⁸⁷. Si bien en la redacción final, quizás cautos por las dificultades que ello entraña, se ha optado por no establecer específicamente cómo acreditar la recepción de los materiales y la comprensión del riesgo. En este sentido, la regla final de la SEC no establece ni el cuestionario ni el modelo de acuse de recibo sino que permite que se desarrollen por el intermediario en cualquier formato que esté razonablemente diseñado para demostrar que el inversor recibe la información y que se cumplen con los otros requisitos que se apliquen, y ello porque entiende la SEC que los intermediarios deben contar con suficiente flexibilidad para elegir tanto el contenido, como el formato utilizado para presentar los materiales requeridos⁷⁸⁸.

En cuanto a la frecuencia para acreditar los extremos expuestos *supra*, entiende la SEC que para asegurar los objetivos de protección de los inversores se ha de requerir a los intermediarios que obtengan la declaración del inversor y completen el cuestionario cada vez que un inversor pretende realizar un compromiso de inversión, incluyendo los

⁷⁸⁵ SEC, “Final Rule Crowdfunding”, *cit.*, p.213.

⁷⁸⁶ Practical Law Corporate & Securities, “Crowdfunding Intermediaries”, *cit.*, epigrafe [Investor Risk Acknowledgement].

⁷⁸⁷ SEC, “Final Rule Crowdfunding”, *cit.*, p.211.

⁷⁸⁸ SEC, “Final Rule Crowdfunding”, *cit.*, p.214-215.

casos de compromisos adicionales de inversión por parte de la misma persona⁷⁸⁹. Sigue resultando aplicable incluso en el ámbito estadounidense el que en el fondo la finalidad de las advertencias “no es tanto proteger al inversor, como asegurarse de que el inversor es plenamente consciente de los riesgos que asume con dicha inversión y que los asume de manera informada”⁷⁹⁰.

4. Establecimiento de límites de inversión a los inversores en los proyectos de *crowdfunding*

La regulación estadounidense establece una distinción en los límites a la financiación a aportar en las operaciones de *crowdfunding* basada en el tipo de inversor, según se trate de inversores acreditados o no acreditados. Mientras que los primeros no están sujetos a ningún tipo de limitación en cuanto a las inversiones a realizar, sí que se establecen límites de inversión aplicables a los inversores no acreditados. A tal efecto, la disposición contenida en el apartado 77d(a)(6)(B) de la sección 15 del *U.S. Code* establece un límite relativo y referido a los inversores no acreditados a nivel individual al requerir que la cantidad agregada vendida a cualquier inversor por un emisor, incluyendo cualquier cantidad vendida en confianza de la exención proporcionada durante un periodo de 12 meses precedentes a la fecha de tal transacción, no exceda dos límites: por un lado, refiriéndonos a las cantidades originales, la cantidad mayor de 2.000 dólares o el 5 por ciento de los ingresos anuales o del valor neto de tal inversor, según corresponda, si el ingreso anual o el valor neto del inversor es menor a \$100.000; y por el otro, el 10 por ciento de los ingresos anuales o del valor neto de tal inversor, según corresponda, sin exceder una cantidad agregada máxima vendida de \$100.000, si los ingresos anuales o el valor neto del inversor es igual o mayor de \$100.000⁷⁹¹. Se ha de mencionar que las citadas cantidades fueron actualizadas el 5 de abril de 2017 a efectos de reflejar los cambios debidos a la inflación en las cantidades de dólares, estableciendo que son 2.200

⁷⁸⁹ SEC, “Final Rule Crowdfunding”, *cit.*, p.214-215. *Vid.* Sección 227.203(b): “Each time before accepting any investment commitment (including any additional investment commitment from the same person) ...”

⁷⁹⁰ CAMPUZANO, A.B., “Las plataformas de financiación”, *cit.*, p.289.

⁷⁹¹ Sección 77d(a)(6)(B) del Título 15 U.S. Code.

dólares en vez de 2.000 dólares y 107.000 dólares en lugar de 100.000⁷⁹². Posteriormente se volvieron a actualizar el 20 de septiembre de 2022 con la publicación de la regla *Inflation Adjustments Under Titles I and III of the JOBS Act* emitida por la SEC, pasando a ser de 2.500 dólares en vez de 2.200 dólares y 124.000 dólares en lugar de 107.000⁷⁹³.

Tales ajustes de las cantidades que se pueden obtener a través de *crowdfunding*, se efectúan conforme al propio mandato de que se ajusten estas cantidades cada 5 años de acuerdo con la inflación. De ahí que el ajuste se aprobara por la comisión en 2017 y 2022⁷⁹⁴. En este sentido, conviene destacar que la sección 77d-1(h) del Título 15 del *U.S. Code* determina que las cantidades en dólares en la sección relativa a los límites de financiación de los proyectos y de inversión de los promotores y la sección relativa a la descripción de la condición financiera del emisor, serán ajustados por la SEC con una frecuencia no menor a una vez cada 5 años, mediante notificación publicada en el Registro Federal para reflejar cualquier cambio en el Índice de Precios del Consumidor (equivalente al IPC) para todos los consumidores urbanos publicado por la Oficina de Estadísticas Laborales⁷⁹⁵.

Conviene mencionar que la misma reforma que incrementó la cantidad que se puede ofertar a 5 millones de dólares, que se analizara en el epígrafe II.1.3 del capítulo quinto, es la que determinó eliminar los límites de inversión a los inversores acreditados⁷⁹⁶. La redacción original de la sección 227.100(a)(2) establecía: “*the aggregate amount of securities sold to any investor across all issuers in reliance on section 4(a)(6)*” de manera que la legislación estadounidense relativa al *crowdfunding* no establecía en un primer momento una distinción entre inversores acreditados y no acreditados (*any investor*) y los límites aplicaban a todos ellos por igual⁷⁹⁷. Tal precepto, como se ha comentado, se ha visto modificado para introducir la distinción entre los inversores acreditados y no acreditados, de manera que en la actualidad se realiza una

⁷⁹² Sección 77d(a)(6)(B) del Título 15 U.S. Code. Ver S.E.C. 17-78, 2017 WL 1243747 U.S. Securities and Exchange Commission (S.E.C.) 5 de Abril de 2017

⁷⁹³ SEC, “Final Rule Inflation Adjustments Under Titles I and III of the *JOBS Act*” disponible en <https://www.federalregister.gov/documents/2022/09/20/2022-19867/inflation-adjustments-under-titles-i-and-iii-of-the-jobs-act>, 87 FR 57394, fecha de última consulta el 30 de junio de 2023.

⁷⁹⁴ S.E.C. 17-78, 2017 WL 1243747 U.S. Securities and Exchange Commission (S.E.C.) 5 de Abril de 2017

⁷⁹⁵ Sección 77d-1 (h)1 del Título 15 U.S. Code.

⁷⁹⁶ SEC, “Final Rule Facilitating Capital...”, *cit.*, p. 146.

⁷⁹⁷ Sección 227.100 apartado (a) (2) en su redacción original dada en 80 FR 71387, disponible en <https://www.federalregister.gov/documents/2015/11/16/2015-28220/crowdfunding>, fecha de última consulta el 1 de julio de 2023.

distinción al establecer que los límites de inversión para los inversores se aplican solo a los no acreditados. Dispone en este sentido la nueva redacción de la sección 227.100 (a)(2) que “[w]here the purchaser is not an accredited investor (as defined in Rule 501 (§ 230.501 of this chapter)), the aggregate amount of securities sold to such an investor across all issuers in reliance on section 4(a)(6) of the Securities Act...” y pasa a establecer los límites⁷⁹⁸. Tal referencia al inversor acreditado tal y como se regula en la Sección 230.501 se analiza en el epígrafe anterior con más detalle⁷⁹⁹. La citada sección determinaba originalmente los límites que se aplicaban a los inversores sin distinguir el carácter acreditado o profesionalizado de alguno de ellos a la hora de establecer las limitaciones. De modo que establecía “unos límites aplicables a todos los inversores que procedan a invertir a través de la excepción de *crowdfunding* con base en criterios cuantitativos y sin referirse a los conocimientos o sofisticación de los mismos”⁸⁰⁰.

Conviene asimismo mencionar que la sección 77d-1 (h) (2) del Título 15 del *U.S. Code* determina al efecto que el cálculo de los ingresos y el patrimonio neto de una persona física se efectuará de conformidad con las normas de la SEC con respecto al cálculo de los ingresos y el patrimonio neto, respectivamente, de un inversor acreditado. Se ve por tanto que en el régimen estadounidense se establecen dos escalones de inversión para los inversores no acreditados en cuanto a la cantidad total de valores en proyectos de *crowdfunding* que dicho inversor puede comprar entre todos los emisores durante el período de 12 meses anterior a la fecha de la transacción, incluyendo los valores de dicha transacción⁸⁰¹. El primer “escalón” de inversión es aquel por el que los inversores con ingresos anuales o patrimonio neto menor a \$124.000 podrán invertir la mayor de las siguientes dos cantidades \$2.500, o el 5 por ciento del ingreso anual o patrimonio neto del inversor. En este caso todos aquellos que cuenten con un patrimonio superior a unos 50.000 dólares en ingresos anuales o patrimonio neto podrán superar ese límite de 2.500 dólares y optar por el 5%. Lo que lleva a que, con base en este primer escalón, el máximo de inversión será de unos 6.200 dólares (6199,5 para aquellos con ingresos o patrimonio neto de 123.999 dólares).

⁷⁹⁸ Sección 227.100 apartado (a) (2) en su redacción actual.

⁷⁹⁹ *Supra*. Regulación de los inversores: clases de inversores a efectos del crowdfunding.

⁸⁰⁰ PASTOR NÚÑEZ DE CASTRO, E., (2020), “Análisis de los límites de inversión”, *cit.*, p. 1239.

⁸⁰¹ Sección 227.100(a)(2) del Título 17 CFR.

El segundo escalón es generoso para aquellos inversores no acreditados, pero con mayor poder adquisitivo. En este caso, aquellos que cuenten con ingresos anuales o con patrimonio neto igual o superior a \$124.000, podrán invertir el diez por ciento del ingreso anual o patrimonio neto del inversor, lo que sea mayor, siempre que no exceda de una cantidad vendida de \$124.000 dólares⁸⁰². Tras la reciente modificación y como se ha comentado, los inversores acreditados no estarán sometidos a estos límites de inversión por inversor.

En cuanto a los límites de oferta por los emisores, entendido como cantidades agregadas que pueden ofertar, se analizan con más detalle en el capítulo relativo a los promotores. Conviene destacar en este punto, someramente y a efectos de proporcionar cierto contexto, que la legislación estadounidense y la española establecen en la actualidad un nivel parejo (5 millones), sin tener en consideración la diferencia de divisa, a efectos de los límites de las ofertas de *crowdfunding*. Si bien la legislación española en su regulación original en la Ley 5/2015 llegó a ser en este punto incluso más generosa que la estadounidense ya que establecía el límite en el artículo 68.2 de la anterior redacción en dos millones de euros si entre los destinatarios de la oferta se incluía a inversores no especializados (y de cinco millones si la oferta se dirigía exclusivamente a inversores acreditados), mientras que la original estadounidense era de un millón de dólares, e incluso con el ajuste de la inflación de 2017 a 1.070.000 de dólares, esta cantidad se mantuvo por debajo de la equivalente establecida en la legislación española para los límites para los proyectos⁸⁰³.

Es necesario sin embargo poner en contexto estas cifras tanto en cuanto a los inversores como a los proyectos, especialmente en relación con la renta per cápita en un país y otro. Además del hecho de que el máximo de cinco millones de euros se aplica en la totalidad de la Unión Europea con la consiguiente variación de la renta per cápita entre los diferentes países. En este sentido, según datos del Banco Mundial la renta per cápita media de la UE en el año 2022 en dólares fue de 37.149 dólares si bien con un rango amplio de variación entre los países que la conforman, con rentas como la de Bulgaria de 13.772 dólares, a la de Luxemburgo con 126.426 dólares, y la de España de 29.350

⁸⁰² Sección 227.100(a)(2)(ii) del Título 17 CFR.

⁸⁰³ Sección 227.100 apartado (a) (1) del Título 17 CFR.

dólares⁸⁰⁴. En el caso de Estados Unidos la renta per cápita para el 2022 se sitúa en 76.398 dólares⁸⁰⁵.

Aun sin tomar en consideración la diferencia de divisa (US dólar y Euro) se puede apreciar la diferencia existente en ambos límites cuantitativos en uno y otro caso, siendo más generoso el límite agregado de España (5 millones de euros) en comparación con el de Estados Unidos (5 millones de dólares) si nos basamos en la renta per cápita media de uno y otro. Es decir, la cantidad a obtener en España es comparativamente mayor si nos basamos en la renta media de Estados Unidos y Europa o España.

Similar consideración ha de tenerse en cuenta en cuanto a los límites de las inversiones para los inversores no acreditados, donde además de las especificidades del régimen español, el impacto de similares límites de inversión a inversores individuales en uno y otro caso sería distinto. Por ejemplo, un límite de inversión de 2.500 dólares a inversor no acreditado es Estados Unidos donde la renta per cápita media es de 76.398 dólares, se entendería más restrictivo que un límite de inversión de 2.500 euros en España donde la renta es de 29.350 dólares. Se puede entender que el límite de permisión de riesgo o de potencial pérdida sería mayor en España por comparación a Estados Unidos. Sin embargo, eso podría ser solo así en el caso de los inversores con rentas anuales o patrimonio inferior a 124.000 dólares ya que para estos el límite es el mayor de 2.500 dólares o el 5 por ciento de los ingresos anuales o del valor neto de tal inversor como se ha mencionado. De exceder el patrimonio neto o las rentas anuales los 124.000 dólares, el límite de inversión a los inversores individuales, sin ser todavía inversores acreditados, se incrementa sustancialmente ya que se le permite la inversión de hasta un 10% de su ingreso anual o patrimonio neto con un máximo de inversión de 124.000 dólares. La situación en este segundo escalón varía, dado que la capacidad de inversión es sustancialmente mayor.

En cuanto a qué papel puede jugar el establecimiento de límites de inversión a los efectos de protección de los inversores, se ha destacado por algunos autores como los límites de inversión previstos en relación con el *crowdfunding* no proporcionan una

⁸⁰⁴ Vid. Banco Mundial, PIB per cápita (US\$ a precios actuales) European Union disponible en [https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.PCAP.CD?locations=EU&most recent value desc=false](https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.PCAP.CD?locations=EU&most%20recent%20value%20desc=false), fecha de última consulta el 1 de julio de 2023.

⁸⁰⁵ Vid. Banco Mundial, PIB per cápita (US\$ a precios actuales) disponible en [https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.PCAP.CD?locations=EU&most recent value desc=false](https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.PCAP.CD?locations=EU&most%20recent%20value%20desc=false), fecha de última consulta el 1 de julio de 2023..

protección sustancial de los inversores no acreditados⁸⁰⁶. En el caso de Estados Unidos se ha argumentado que se permite la inversión de una porción significativa de la riqueza de un inversor no acreditado ya que se incluye la opción de optar en el cálculo no solo por los ingresos sino también por el patrimonio neto, el cual incluye todos los activos de una persona que no sean la residencia principal, pudiendo llegar a incluir activos en algunos de los planes de jubilación⁸⁰⁷. En el caso de Estados Unidos, ese aspecto es especialmente sensible dado que los planes de jubilación son una parte esencial de los ingresos que una persona tendrá después de su jubilación. Esos ingresos de planes 401K, IRA y otros complementan los beneficios de seguridad social, pero la mayoría confía en los reembolsos de esos planes para afrontar los gastos en los años en los que ya no se produce. Se ha señalado al efecto un estudio que indicó que el monto promedio ahorrado en las cuentas de jubilación por personas entre las edades de cuarenta y cinco y cincuenta y cuatro fue de \$ 101.000,40, y que los jubilados y en rango de sesenta y cinco a sesenta y nueve tienen un patrimonio neto promedio de \$137.346,41 lo que les permitiría inversiones elevadas, y con potencial riesgo e impacto en sus ahorros de jubilación, en campañas de *crowdfunding*⁸⁰⁸. Este aspecto difiere del caso español, y sitúa a los inversores estadounidenses en un plano de riesgo distinto.

Se critica, además, la falta de distinción entre activos líquidos e ilíquidos en el cálculo del patrimonio neto, ello conlleva que, para hacer las ofertas de *crowdfunding*, los inversores tengan que acceder a activos que puedan transformarse en efectivo. Ello puede conllevar que acaben haciendo uso del dinero en sus planes de jubilación, ya que el pedir dinero prestado de una parte del saldo, es posible en muchos de esos casos, lo que puede acarrear un riesgo sustancial para esos inversores por el impacto que tendría como hemos mencionado esa pérdida en sus ingresos de jubilación. Otra crítica que se aduce por ese sector doctrinal, es el hecho de que el estándar del patrimonio neto que se haya tomado sea el relativo precisamente a un inversor acreditado, sin serlo. De ahí, que algún autor sea crítico con la inclusión en el cálculo del patrimonio neto de esos ahorros de

⁸⁰⁶ SMITH, L.A., “Crowdfunding and Using”, *cit.*, p134 (“Some of the risk, however, can be mitigated if investors are subject to meaningful investment limits. The caps contained in the JOBS Act, however, do not sufficiently protect investors. They allow for amounts to be invested that are beyond what some unaccredited investors can afford to lose”).

⁸⁰⁷ SMITH, L.A., “Crowdfunding and Using”, *cit.*, p.132.

⁸⁰⁸ SMITH, L.A., “Crowdfunding and Using”, *cit.*, p.132-133.

jubilación, dado que los mismos no son una cantidad que un inversor no acreditado pueda permitirse perder⁸⁰⁹.

Conviene mencionar asimismo la instrucción al párrafo (a)(2) de la sección 227.100 ya que se establece que el ingreso anual o patrimonio neto de una persona se puede calcular conjuntamente con el cónyuge, sin embargo, de realizarse tal cálculo conjunto, el límite de inversión para los cónyuges no puede exceder el límite que se aplicaría para un inversor individual a ese nivel de ingresos anuales o patrimonio neto.

Se pone además de manifiesto por la doctrina, lo difícil de la implementación efectiva y control y supervisión de estos límites de inversión al recaer principalmente en los portales de financiación la comprobación, y además las dificultades derivadas del uso de múltiples portales de financiación por parte de los inversores, sin mencionar el hecho del continuo cambio del valor del patrimonio neto de una persona que debe ser recalculado cada vez que se realice una compra⁸¹⁰. En este sentido, como se ha mencionado, la sección 227.303(b)(1) establece la necesidad de que, por parte del intermediario, incluyendo por tanto el portal de financiación, se efectúe una cualificación del inversor. En este sentido y por lo que concierne a los límites de inversión, se requiere que, antes de aceptar cualquier compromiso de inversión, incluyendo los compromisos de inversión adicional, el intermediario tenga una base razonable para creer que el inversor cumple con los límites de inversión mencionados.

Se permite al intermediario que confíe en las declaraciones (*representations*) del inversor con respecto al cumplimiento de los requisitos de límites de inversión, con respecto al ingreso anual del inversor, el patrimonio neto y la cantidad de otras inversiones de *crowdfunding* del inversor, a menos que tenga razones para cuestionar la fiabilidad de la declaración. Cabe plantearse si el mecanismo de verificación del cumplimiento de los requisitos de los límites de inversión, a saber, declaración del inversor y la confianza del intermediario en esta, no es excesivamente vago o laxo a efectos prácticos y de poder controlar de una manera efectiva que tales requisitos se cumplen. La aplicación y respeto de los límites de inversión pueden verse comprometidos en la práctica.

⁸⁰⁹ SMITH, L.A., “Crowdfunding and Using”, *cit.*,p.133.

⁸¹⁰ SMITH, L.A., “Crowdfunding and Using”, *cit.*,p.134.

5. Periodo de reflexión contractual y posibilidad de cancelación de los compromisos de inversión por parte de los inversores en proyectos de *crowdfunding*

Se establecen en el derecho estadounidense ciertas disposiciones relativas a los derechos de cancelación. En este sentido, los intermediarios deberán atribuir a los inversores un derecho incondicional de cancelar su compromiso de inversión, sin importar la razón, hasta 48 horas antes del plazo límite fijado en los materiales de la oferta proporcionados por el emisor. Consecuentemente, en ese plazo de 48 horas antes de la fecha límite de los compromisos de inversión no se podrá proceder a la cancelación a menos que se dé un cambio material bien a la oferta o bien en la información proporcionada por el inversor, tal y como se determina en la sección 227.304(c)⁸¹¹. Se permite, por tanto, la cancelación aun dentro de las últimas 48 horas antes del cierre de la oferta de *crowdfunding*, si bien solo por los motivos mencionados.

Esta posibilidad de cancelación incondicional antes de las últimas 48 horas antes de cierre de campaña permite al inversor reconsiderar o reflexionar sobre su inversión en la misma. Este periodo de reflexión es conveniente dado que permite al inversor reevaluar la idoneidad y conveniencia de la inversión para sí. Esta reconsideración puede venir motivada por un cambio de opinión o preferencia (*change of heart*). Puede también deberse a que la propia evolución de la obtención de financiación por el proyecto, basado en los compromisos de inversión, incluso aun dentro de los objetivos marcados en la oferta, sea inferior a lo esperado, y entienda el inversor que ello puede ser signo de un interés reducido en el proyecto, y por tanto de potencial fracaso. En cualquier caso, sea cual sea la motivación tras el cambio de opinión del inversor, esta no ha de justificarse antes de las últimas 48 horas en que la oferta este abierta. Si bien se configura como un derecho de cancelación incondicional cumple la misma función que el otorgamiento de un periodo de reflexión.

En las últimas 48 horas tan solo se podrá cancelar la inversión por parte del inversor de acontecer un cambio material en a la oferta o bien en la información proporcionada por el inversor. De producirse uno de estos dos supuestos, cambio sustancial de los términos de la oferta o de la información que haya sido proporcionada

⁸¹¹ Sección 227.304(a) del Título 17 CFR.

por el emisor, se establece otro tipo de protección relacionada relativa a las notificaciones que los intermediarios deben realizar a los inversores que hayan realizado un compromiso de inversión. La notificación deberá contener información sobre el cambio material y sobre el hecho de que el compromiso de inversión del inversor será cancelado a menos que el inversor confirme su compromiso de inversión dentro de los 5 días laborables siguientes al que haya recibido la mencionada notificación. Se requiere por tanto en el caso de modificaciones, que el inversor reafirme la inversión, es decir, una acción específica dirigida a confirmar que se continúa interesado en invertir a pesar de los cambios efectuados. Es completamente entendible que el legislador estadounidense haya optado por esta opción, y no por asumir o por entender por defecto que el inversor mantiene su inversión aun con cambios posteriores a cuando expreso su voluntad de invertir. En el caso en que el inversor no confirme el compromiso de inversión dentro de ese plazo, el intermediario dentro de los 5 días laborables siguientes deberá proporcionar al inversor notificación de que el compromiso de inversión ha sido cancelado, la razón de la cancelación y la cantidad a ser reembolsada y que el inversor recibirá, y deberá, además, indicar a que se proceda al reembolso de los fondos del inversor⁸¹².

Se prevé, además, que en el caso en que los cambios sustanciales en la oferta o en la información proporcionada acontezcan dentro de los cinco días hábiles posteriores a la cantidad máxima de días que una oferta debe permanecer abierta, la oferta debe extenderse por un período de cinco días hábiles para que el inversor pueda así reconfirmar su inversión⁸¹³. Conviene analizar asimismo qué sucede en aquellos casos en que se produzca la finalización anticipada de la oferta por obtención de la cantidad objetivo de la oferta antes de la fecha límite. En ese caso, el emisor puede cerrar la oferta en una fecha anterior a la fecha límite, siempre que cumpla con los requisitos de la sección 227.304(b). De procederse al cierre en fecha anterior el intermediario debe notificar a los inversores que ya han asumido compromisos de inversión en la oferta, tanto de la nueva fecha límite anticipada de la oferta, como del derecho de los inversores a cancelar los compromisos de inversión por cualquier motivo hasta 48 horas antes de la fecha límite de la nueva oferta⁸¹⁴.

⁸¹² Sección 227.304 (c) (1) del Título 17 CFR.

⁸¹³ Sección 227.304 (c) (2) del Título 17 CFR.

⁸¹⁴ Sección 227.304 (b) del Título 17 CFR.

Por último, mencionar como se recoge en la sección 227.201(j)(4) si un inversor no cancela un compromiso de inversión antes del período de 48 horas antes de la fecha límite de la oferta, los fondos se liberarán al emisor al cierre de la oferta y el inversor recibirá los valores incluidos en la oferta a cambio de su inversión.

6. Ejercicio de reclamaciones y acciones judiciales por parte de los inversores

Uno de los aspectos interesantes de la regulación de *crowdfunding* en la normativa estadounidense es la responsabilidad que se establece por omisiones o declaraciones inexactas de carácter sustancial. Conviene destacar que, en el caso de campañas de *crowdfunding* en los Estados Unidos, existe en todo caso posibilidad de responsabilidad según la *Securities Act* ya que todas las disposiciones de responsabilidad de las leyes federales de valores se aplican a las ofertas de *crowdfunding*⁸¹⁵. La responsabilidad (*liability*) por errores y omisiones materiales se extiende a la entidad emisora, sus administradores y directivos, promotores y, según entiende la doctrina, a los intermediarios utilizados, incluyendo, las plataformas de financiación, debiendo estos tomar medidas para evitar el fraude⁸¹⁶.

En este sentido, se determina que, en el caso de una inversión en una oferta a través del mecanismo de *crowdfunding*, se puede en su caso demandar al emisor en derecho o equidad, bien para recuperar la contraprestación pagada por el valor y con el interés sobre este menos cualquier ingreso recibido, bien por daños y perjuicios en el caso de no ser ya propietario del valor⁸¹⁷. De esta manera el emisor es responsable de aquellas inexactitudes materiales u omisiones de acuerdo con la sección 12(b) y la sección 13 de la *Securities Act*, como si de hecho la responsabilidad fuera derivada bajo la sección 12(a) (2) de la *Securities Act*⁸¹⁸.

⁸¹⁵ BERKELEY, A.J., “Regulation D Offerings”, *cit.*, [Recurso electrónico], Según este autor, “*There is Securities Act Liability Exposure for Crowdfunding Offerings. Though focused on small investments in small and start-up companies, all of the liability provisions of the federal securities laws apply to Crowdfunding offerings and the liability exposure for material misstatements and omissions extends to the issuer entity, its principals and directors, promoters and, it appears, to intermediaries. Moreover, intermediaries are expected to undertake significant steps and efforts to avoid fraud similar to those imposed on broker-dealers in regular securities offerings*”.

⁸¹⁶ BERKELEY, A.J., “Regulation D Offerings”, *cit.*, Recurso electrónico.

⁸¹⁷ *Vid.* Sección 77d-1 (c)(1)(A) del Título 15 U.S. Code.

⁸¹⁸ Practical Law Corporate & Securities, “*JOBS Act: Crowdfunding*”, *cit.*, epigrafe [Liability for Material Misstatements or Omissions]. *Vid.* Sección 77d-1 (c)(1)(B) Título 15 del US Code el cual establece que

La responsabilidad se establece siempre y cuando el emisor cumpla dos requisitos cumulativos. El primero determina que el emisor haya hecho uso de cualquier medio o instrumento de transporte o comunicación en el comercio interestatal o de correos, por cualquier medio de comunicación escrita u oral, en la oferta o venta de un valor en una transacción exenta por las disposiciones de la sección de *crowdfunding*, al hacer una declaración falsa de un hecho material u al omitir declarar un hecho material que deba ser declarado, o que sea necesario para hacer que las declaraciones, a la luz de las circunstancias bajo las cuales fueron hechas, no sean engañosas, siempre y cuando el comprador no supiera de tal falsedad u omisión⁸¹⁹. El segundo requiere por su parte que el emisor no pueda probar que dicho emisor no sabía, y en el ejercicio de un cuidado razonable no podría haber sabido, de tal falsedad u omisión⁸²⁰.

En cuanto a quién ha de entenderse como emisor a los efectos antedichos se adopta un concepto amplio de este. De tal manera, se entiende como tal emisor a cualquier persona que sea director o socio del emisor, y el principal funcionario ejecutivo u oficial, el principal oficial financiero y el controlador o el principal contable del emisor (y cualquier persona que ocupe un estado similar o realice una función similar) que ofrezca o venda un valor en una transacción exenta por las disposiciones de la sección 77d (6) 1, u operación en el marco del *crowdfunding*, y cualquier persona que ofrezca o venda el valor en dicha oferta⁸²¹.

7. Ejercicio de los derechos de los inversores en proyectos

La regulación estadounidense, en relación con el ejercicio de los derechos, se encuentra referida de una manera indirecta a los requisitos de información (*disclosure requirements*) regulados en el Título 17 Capítulo II Parte 227 Subparte B relativa a los requisitos de los emisores y específicamente en la sección §227.201. En la misma se prescribe la necesidad de incluir la descripción de la propiedad y estructura de capital del

“An action brought under this paragraph shall be subject to the provisions of section 77l(b) of this title and section 77m of this title, as if the liability were created under section 77l(a)(2) of this title.”

⁸¹⁹ Sección 77d-1 (c)(2)(A) del Título 15 U.S. Code.

⁸²⁰ Sección 77d-1 (c)(2)(B) del Título 15 U.S. Code el cual dispone que “does not sustain the burden of proof that such issuer did not know, and in the exercise of reasonable care could not have known, of such untruth or omission”.

⁸²¹ Sección 77d-1 (c)(3) del Título 15 U.S. Code.

emisor⁸²². Dentro de esa información se ha de facilitar la relativa a los términos de los valores que se ofrecen y de cualquier otra clase de valores del emisor, incluida la cantidad de valores que se ofrecen y/o están en circulación, y específicamente si dichos valores tienen o no derechos de voto, así como cualquier limitación a dichos derechos de voto y cómo pueden modificarse los términos de los valores que se ofrecen. Se debe proporcionar, además, un resumen de las diferencias entre los valores que se ofertan y los de cualquier otra clase de valores del emisor. Esencial resulta la información relativa a cómo los derechos de los valores que son ofertados pueden verse materialmente limitados, diluidos o calificados por los derechos de cualquier otra clase de valor del emisor⁸²³. Se requiere además que se facilite la descripción de cómo el ejercicio de los derechos de los principales accionistas del emisor podría afectar a los compradores de los valores que se ofrecen, es decir, a inversores de *equity crowdfunding*⁸²⁴.

Otro aspecto interesante de la legislación estadounidense es que se ha de informar asimismo sobre los beneficiarios efectivos del 20 por ciento o más de los activos del emisor con derecho a voto en circulación, calculados sobre la base del poder de voto, lo cual proporciona cierto contexto a los inversores sobre aquellos accionistas cuyo ejercicio de derechos puede tener un impacto sustancial en su inversión⁸²⁵. Se requiere, además, que se incluya información de cómo se valoran los valores que se ofrecen y ejemplos de métodos sobre cómo el emisor puede llegar a valorar dichos valores en el futuro, incluso durante acciones corporativas posteriores⁸²⁶. Mención especial requiere la necesidad de informar sobre los riesgos para los compradores de valores derivados de su propiedad minoritaria en el emisor, así como los que se pueden derivar de ciertas acciones corporativas, incluidas emisiones adicionales de valores, recompras de valores por parte del emisor, venta del emisor o de activos del emisor o transacciones con empresas relacionadas⁸²⁷. Por último, si bien posiblemente con la mayor relevancia y el mayor impacto en la práctica, se han de describir las restricciones a la transmisión de los valores, reguladas estas en la sección 227.501 CFR⁸²⁸. En fase de proyecto, durante el tiempo en

⁸²² Sección §227.201 m)

⁸²³ Sección §227.201 m) (1)

⁸²⁴ Sección §227.201 m) (2)

⁸²⁵ Sección §227.201 m) (3)

⁸²⁶ Sección §227.201 m) (4)

⁸²⁷ Sección §227.201 m) (5)

⁸²⁸ Sección §227.201 m) (6) del Título 17 CFR.

el que se permitió el envío de comentarios sobre la regla propuesta, se recibieron algunos comentarios, concretamente dos, oponiéndose a esta regulación entendiendo que la misma era excesivamente onerosa. Uno de ellos señalaba que no era necesario proporcionar información sobre la estructura de capital o sobre los derechos de voto⁸²⁹.

Finalmente, la SEC adoptó las reglas finales en su redacción actual entendiendo que la información proporcionada debe ayudar a los inversores a evaluar mejor los términos de la oferta antes de tomar una decisión de inversión⁸³⁰.

8. Protección de datos

La regulación estadounidense contiene ciertos preceptos relativos a las materias de privacidad y de protección de datos. La sección 77d-1(9) del Título 15 del *US Code* determina que el intermediario en una transacción de *crowdfunding* habrá de adoptar aquellas medidas para proteger la privacidad de la información recogida de los inversores de la manera en la que la SEC por regla considere apropiada. En este sentido la SEC ha incluido ese requisito de la privacidad en la sección 227.403(b) la cual se remite a la sección 248. Tal sección, titulada Privacidad, determina que un portal de financiación debe cumplir con los requisitos de la sección 248 que se aplican a los corredores (*brokers*).

Los portales de financiación estarán sometidos por tanto a las siguientes regulaciones principalmente: Regulación SP sobre Privacidad de la información financiera del consumidor y protección de la información personal y Regulación S-ID sobre Banderas rojas de robo de identidad⁸³¹. La Regulación SP con carácter bastante detallado rige el tratamiento de la información personal no pública sobre los consumidores por parte de las instituciones financieras, entre ellas los intermediarios y, por ende, portales de financiación⁸³². Esta regulación, en resumen, se orienta a requerir que se notifique a los clientes sobre las políticas y prácticas de privacidad, así como que se describan las condiciones bajo las cuales se puede divulgar información personal no pública sobre los consumidores a terceros no afiliados. Además, proporciona la opción

⁸²⁹ SEC, “Final Rule Crowdfunding”, *cit.*, p.58.

⁸³⁰ SEC, “Final Rule Crowdfunding”, *cit.*, p.59.

⁸³¹ Sección 248 del Título 17 CFR.

⁸³² Sección 248.1 (a) del Título 17 CFR.

de que los consumidores eviten que se divulgue esa información a la mayoría de los terceros no afiliados al "optar por no" divulgación. La Regulación S-ID sobre Banderas rojas de robo de identidad establece asimismo la regulación relativa a los deberes relativos a la detección, prevención y mitigación del robo de identidad⁸³³.

II. TRATAMIENTO Y REGULACIÓN DE LOS INVERSORES EN ESPAÑA

1. Regulación y clasificación de los inversores en el ámbito de la financiación participativa

Las operaciones de financiación participativa presentan claras ventajas y oportunidades tales como la posibilidad de compartir la rentabilidad de una empresa, potencial enorme para las ganancias (de ir correctamente la inversión) y la posibilidad de atraer un número relativamente amplio de inversores⁸³⁴. Sin embargo, estas ventajas conllevan ciertos riesgos vinculados a estas. De hecho, se ha puesto de manifiesto por la doctrina cómo el riesgo de este tipo de financiación es “estructural” y difícilmente evitable, entre otros motivos por la falta de alineación de intereses entre el proveedor de servicios de financiación participativa y los inversores⁸³⁵. Por ende, la principal preocupación de la regulación europea y de la política legislativa de esta es precisamente la protección de los inversores, así como el correcto funcionamiento del mercado⁸³⁶. En este sentido se ha entendido acertadamente por la doctrina como la “seguridad y rentabilidad se convierten, asimismo en ejes o polos en torno a los cuales se concitan intereses legítimos de los inversores; intereses que merecen especial protección”⁸³⁷.

Estos mecanismos de financiación alternativa, como acertadamente se ha identificado, “nacen entre esperanzas y riesgos” y con un “riesgo inherente no marginal de pérdida absoluta de la inversión”⁸³⁸. Se ha cifrado por algún autor los niveles estimados de fracasos de los nuevos proyectos en un 80 por 100, con el consiguiente riesgo y

⁸³³ Sección 248.201 del Título 17 CFR

⁸³⁴ INFODEV/WORLD BANK GROUP, “Crowdfunding’s Potential”, *cit.*, p.20.

⁸³⁵ CUENA CASAS, M., “La protección del inversor en el crowdfunding lucrativo”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p. 465-466.

⁸³⁶ ESTEVAN DE QUESADA, C., “Crowdfunding financiero en la Unión Europea”, *cit.*, p.36.

⁸³⁷ GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *Plataformas de financiación participativa*, *cit.*, p.56.

⁸³⁸ CARRASCO PERERA, A., “Proyecto de ley de fomento”, *cit.*, p.196.

problemas para los ahorradores⁸³⁹. De ahí que sea primordial una adecuada regulación de los inversores y de la protección de estos en las operaciones de financiación participativa. Si bien es cierto que el fracaso empresarial es algo que efectivamente puede suceder en el ámbito de los negocios, se ha de evitar que, a los inversores sin los conocimientos y experiencia necesarios, confiando en que la financiación participativa es un medio que les permitirá aumentar los rendimientos de sus ahorros, se les traslade un riesgo inasumible para estos⁸⁴⁰. No obstante, no solo la protección del inversor es relevante ya que se tiene que equilibrar esta con la “promoción de la financiación participativa” como mecanismo alternativo de financiación⁸⁴¹.

La regulación del *crowdfunding*, como algunos autores han puesto de manifiesto, tiene entre sus objetivos la protección de los inversores frente a alguno de los riesgos que son propios de este tipo de operaciones. Se ha mencionado por la doctrina a título de ejemplo alguno de esos riesgos entendiendo como tales “la selección inadecuada de los proyectos en los que se invierte por falta de información, de formación o de experiencia previa suficientes, fraudes, conflictos de interés con el gestor de la plataforma, pérdida del capital invertido, iliquidez de la inversión...”⁸⁴². Si bien es importante distinguir cuáles de los riesgos que inicialmente han sido incluidos dentro del objetivo del legislador para la protección de los inversores, son riesgos propios de este tipo de mecanismo de financiación, y cuáles son generales a las inversiones, de forma que no se caiga en un excesivo paternalismo a la hora de legislar la figura del *crowdfunding*.

Como la mayoría de la doctrina entiende, la regulación de la Ley 5/2015 y del Reglamento Europeo, y en similar sentido la normativa estadounidense, han tenido como objetivo la regulación del *equity crowdfunding* por el riesgo que este conlleva para los

⁸³⁹ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El “Equity Crowdfunding” o financiación en masa”, *cit.*, p.24. Para este autor, “el hecho que alrededor del 80 por 100 de los nuevos proyectos fracasen supone un nivel de riesgo inadecuado para el ahorrador ordinario, que difícilmente va a poder diversificar sus inversiones lo suficiente como para reducirlo. Además, será difícil que tenga suficiente información como para elegir el proyecto con más posibilidades de ser exitoso, salvo que tenga un conocimiento especial del sector por su profesión, o del gestor por conocimiento directo.”

⁸⁴⁰ *Vid.* en este sentido ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El “Equity Crowdfunding” o financiación en masa”, *cit.*, p.25.

⁸⁴¹ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El “Equity Crowdfunding” o financiación en masa”, *cit.*, p.55. *Vid.* también HAZEN, T., “Crowdfunding or Fraudfunding?”, *cit.*, p.1738, quien entiende que “Policymakers continually face the challenge of effectively balancing the benefits of encouraging small business formation against the investor protection goals of the securities laws.”

⁸⁴² FLORES SEGURA, M., “La tipología de inversores en las operaciones de financiación participativa o «*crowdfunding*»”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. num.150/2018, Editorial Aranzadi, S.A.U., Cizur Menor. 2018. pp.89-110, utilizado en formato electrónico, epígrafe I [Introducción].

inversores. La finalidad protectora de la regulación no pretende garantizar el éxito de la inversión en el proyecto, sino evitar que sean objeto de algún tipo de fraude, estafa o que se efectúen con finalidad delictiva⁸⁴³. De ahí la necesidad de que se establezcan ciertas medidas de protección de los inversores.

El rendimiento económico en el marco de *crowdfunding*, como en cualquier inversión, viene determinado precisamente bien por el reparto de dividendos o por la potencial revalorización de las acciones o participaciones en el momento de la venta⁸⁴⁴. Como ya se ha mencionado, la inexistencia de tales dividendos es, por ejemplo, uno de los riesgos inherentes a estos proyectos⁸⁴⁵.

La finalidad primordial de los inversores es, valga la redundancia, la inversión, entendida como obtención de un rendimiento, y no tanto en los casos de *crowdfunding* de participación en la propia gestión de la entidad⁸⁴⁶. Si bien la participación en la gestión de la empresa o proyecto no es, posiblemente, el interés primordial de los inversores al efectuar la inversión a través de financiación participativa, no puede descartarse, y de ahí la necesidad de que se prevean mecanismos de protección del ejercicio de estos derechos. Precisamente porque en algunos casos para poder hacer efectivo ese rendimiento, es necesario el poder ejercitar alguno de los derechos de socio, de manera que ambos aspectos están claramente relacionados. El análisis de tales derechos se efectúa en el epígrafe *Ejercicio de los derechos de los inversores en proyectos de crowdfunding*⁸⁴⁷.

En cuanto a la regulación de los inversores, tanto en Estados Unidos como en España se opta por la clasificación de los inversores atendiendo a criterios que pueden servir como base para una potencial distinción de sofisticación de estos, y, por ende, de la necesidad de un mayor o menor nivel de protección. Los criterios generalmente

⁸⁴³ MORENO SERRANO, E., “Configuración jurídica”, *cit.*, epígrafe 2.1 [La pluralidad de formas de financiación y las razones de política jurídica que justifican la regulación específica de algunas formas concretas de crowdfunding].

⁸⁴⁴ Ver en este sentido BORRALLO FERNANDEZ, A.B., “Régimen general”, *cit.*, p.301: “La rentabilidad, totalmente incierta, dependerá del éxito empresarial del negocio en el que se ha invertido y de las decisiones de sus gestores, en cuanto al reparto de dividendos. La eventual revalorización de las participaciones y su plusvalía en el momento de la venta son el segundo componente de la rentabilidad final de la inversión.”

⁸⁴⁵ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El “Equity Crowdfunding” o financiación en masa”, *cit.*, p.40.

⁸⁴⁶ Ver en este sentido BORRALLO FERNANDEZ, A.B., “Régimen general”, *cit.*, p.308-309, quien señala que “habitualmente los inversores de proyectos de crowdfunding de inversión no participan en las decisiones de la empresa, aunque la rentabilidad de su participación dependa del éxito y acierto de éstas. Este modelo de financiación es el que presenta una finalidad mayormente inversora, pues el aportante no facilita su financiación para la adquisición de un concreto producto o servicio, sino que lo hace como verdadero inversor, con derecho a participar en los beneficios de la empresa”.

⁸⁴⁷ *Vid. infra*, epígrafe II. 7.[Ejercicio de los derechos de los inversores en proyectos de crowdfunding].

utilizados derivan bien de los conocimientos o experiencia, bien del patrimonio de estos, como anteriormente se ha mencionado.

En Estados Unidos, como se ha visto, existen tres tipos principales de inversores: inversores acreditados, inversores no acreditados e inversores institucionales, si bien estos últimos no son objeto de análisis pormenorizado⁸⁴⁸. Los inversores acreditados son aquellos que cumplen los requisitos establecidos por la SEC y se caracterizan por un patrimonio neto alto y se les presume la capacidad de poder asumir las pérdidas y de tomar las decisiones de inversión. Los inversores no acreditados son por tanto los que se encuentra sujetos a límites de inversión basados en sus ingresos o patrimonio neto para precisamente protegerles de pérdidas inasumibles en operaciones de financiación arriesgadas como son las de financiación participativa o *crowdfunding*. Los inversores institucionales, regulados como categoría aparte en Estados Unidos, son aquellas entidades, organismos u organizaciones que invierten en nombre de otros, como fondos de pensiones, etc.⁸⁴⁹.

En el caso de España, como se verá a continuación, existen solo dos tipos de inversores: experimentados y no experimentados en la actual terminología (o acreditados y no acreditados en la terminología anterior). Los inversores experimentados son personas físicas o jurídicas que cumplen los requisitos de la regulación y se considera, por ende, que tienen capacidad para tomar decisiones de inversión con riesgo y no precisan de protección específica. Los inversores no experimentados son aquellas personas físicas que no cumplen los requisitos para ser considerados inversores experimentados, y, por ende, precisan de ciertos mecanismos adicionales de protección. Los inversores institucionales, como tal, se incluyen en los denominados inversores experimentados en el caso de España.

En la regulación española disponía en el artículo 81.4 de la Ley 5/2015, en su redacción anterior a la Ley 18/2022, que a efectos de clasificación de inversores no acreditados (en el sentido actual de no experimentados), serían considerados como tales “[t]odo inversor que no cumpla con lo dispuesto en los apartados 2 y 3” del artículo 81 que se analiza a continuación⁸⁵⁰. Se consideraban, además, como inversores acreditados

⁸⁴⁸ Vid. Sección 230.144A *Private resale of securities to institutions* para la definición de inversores institucionales.

⁸⁴⁹ *Supra*.

⁸⁵⁰ Artículo 81.4 de la Ley 5/2015 en su redacción original.

(en el sentido actual de experimentados) a efectos de las operaciones realizadas a través de plataformas de financiación participativa a cinco categorías de inversores mientras que consideraba como no acreditados a todos aquellos que no se encontraran dentro de las citadas 5 categorías⁸⁵¹.

No obstante, la regulación actual de la Ley 5/2015 tras las modificaciones introducidas por la Ley 18/2022 no contiene referencia alguna a los diferentes tipos de inversores, y se limita a la referencia general a la regulación contenida en el Reglamento UE 2020/1503. El Considerando 42 del Reglamento (UE) 2020/1503 hace referencia a cómo la distinción entre clientes experimentados y no experimentados del Reglamento se basa en la “distinción entre clientes profesionales y clientes minoristas que se establece en la Directiva 2014/65/UE”, si bien entiende que la distinción debe tomar en cuenta los conocimientos específicos en el ámbito de la financiación participativa y reevaluarse cada dos años.

En este sentido, el artículo 2.1 del Reglamento (UE) 2020/1503 introduce importantes definiciones a efectos de esta sección, aunque conviene aclarar que las referencias son, como se ha mencionado, a inversores experimentados o no, a diferencia de la terminología utilizada en la redacción anterior de la Ley 5/2015 que hacía referencia a inversores acreditados o no. Se define en el Reglamento al “inversor” como “toda

⁸⁵¹ Artículo 81.2 y 3 de la Ley 5/2015 en su redacción original, la cual establecía que “2. En el caso de proyectos a los que se refiere el artículo 50.1.b) y c) de esta Ley, tendrán la consideración de inversor acreditado:

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

b) Los empresarios que individualmente reúnan, al menos, dos de las siguientes condiciones:

1.º Que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 1 millón de euros,

2.º que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 2 millones de euros,

3.º que sus recursos propios sean iguales o superiores a 300.000 euros.

c) Las personas físicas que cumplan con las siguientes condiciones:

1.º Acreditar unos ingresos anuales superiores a 50.000 euros o bien un patrimonio financiero superior a 100.000 euros, y

2.º solicitar ser considerados como inversores acreditados con carácter previo, y renunciar de forma expresa a su tratamiento como cliente no acreditado.

La admisión de la solicitud y renuncia deberá realizarse conforme lo dispuesto en el artículo 84 y quedará condicionada a que la plataforma de financiación participativa efectúe la adecuada evaluación de la experiencia y conocimientos del cliente, y se asegure de que puede tomar sus propias decisiones de inversión y comprende sus riesgos.

d) Las pequeñas y medianas empresas y personas jurídicas no mencionadas en los apartados anteriores cuando cumplan lo dispuesto en el número 2.º del apartado anterior.

3. Además de las personas anteriormente citadas, también tendrán la consideración de inversor acreditado las personas físicas o jurídicas que acrediten la contratación del servicio de asesoramiento financiero sobre los instrumentos de financiación de la plataforma por parte de una empresa de servicios de inversión autorizada.”

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”⁸⁵². Se distinguen asimismo los conceptos de “inversor experimentado” siendo este “cualquier persona física o jurídica que sea un cliente profesional en virtud del anexo II, sección I, puntos 1, 2, 3 o 4, de la Directiva 2014/65/UE o cualquier persona física o jurídica que disponga de la aprobación del proveedor de servicios de financiación participativa para ser tratada como inversor experimentado de conformidad con los criterios y el procedimiento establecidos en el anexo II del presente Reglamento” y el “inversor no experimentado” definiendo este de manera negativa como “un inversor que no sea un inversor experimentado”⁸⁵³. Además, debe tomarse en consideración que el inversor, con independencia de ser experimentado o no, es además “cliente” del proveedor de servicios de financiación participativa que preste o tenga la intención de prestar este tipo de servicios⁸⁵⁴.

El Reglamento (UE) 2020/1503 contiene, en su Anexo II una definición de qué ha de entenderse por inversores “experimentados” a efectos del Reglamento, entendiendo como tal aquel que es “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”. Se establece, además, en el Anexo II un doble requisito ya que se requiere para calificar a un inversor como tal que cumpla los requisitos de la sección I y siga el procedimiento de solicitud establecido en la sección II del anexo II⁸⁵⁵. Pudiera pensarse en un primer momento que lo relevante no es tanto la consciencia del riesgo, sino los medios, ya que teniendo dos inversores el mismo nivel de consciencia del riesgo uno será *a priori* experimentado y otro no dependiendo de sus medios económicos, siempre y cuando lo soliciten. Pero esta postura de distinción en base a medios económicos, no se mantiene en la práctica, cuando al inversor no experimentado, pero consciente del riesgo, se le permite invertir por encima del umbral designado cuando certifique su comprensión del riesgo como veremos. El propio Considerando 44 del Reglamento (UE) 2020/1503 entiende que, dado que los inversores experimentados son “conscientes de los riesgos que conllevan las inversiones en proyectos de financiación

⁸⁵² Artículo 2.1 i) del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁸⁵³ Artículo 2.1 j) y k) del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁸⁵⁴ Artículo 2.1 g) del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁸⁵⁵ Anexo II del Reglamento (UE) 2020/1503 Sección I.

participativa”, no es necesario que realicen una prueba inicial de conocimientos ni que se les advierta acerca de los riesgos.

En cuanto a los medios económicos o rasgos de los inversores experimentados, se consideran inversores experimentados a las personas jurídicas que, o bien tengan recursos propios de al menos 100.000 euros, o un volumen de negocios neto de al menos 2 millones de euros, o un balance de al menos 1 millón de euros. Se considerarán, además, inversores experimentados a aquellas persona físicas que cumplan al menos dos de los siguientes criterios bien ingresos brutos personales de al menos 60.000 euros por ejercicio fiscal, o una cartera de instrumentos financieros, de depósitos de efectivo y activos financieros, de más de 100.000 euros, bien trabajar o haber trabajado al menos un año en el sector financiero o haber tenido un puesto ejecutivo en una persona jurídica con alguna de las características mencionadas anteriormente, o haber realizado al menos 10 operaciones de volumen significativo por trimestre en los mercados de capitales en el último año⁸⁵⁶. Conviene traer a colación nuevamente la diferente renta per cápita en los distintos Estados miembros de manera que establecer una cantidad como los 60.000 euros implica que es alrededor del doble de la renta per cápita en España (en datos tomados en dólares anteriormente mencionados) y sin embargo alrededor de la mitad de la renta per cápita en Luxemburgo. Quizás hubiera sido conveniente en este caso tomar en consideración las diferencias económicas existentes entre los diferentes Estados miembros de manera que la definición fuera por país y se ligara a un porcentaje y no a cantidad fija.

Los proveedores de servicios de financiación participativa, a efectos de la calificación como inversor experimentado, pondrán a disposición de los inversores una plantilla para solicitar tal tratamiento, debiendo esta contener la especificación de las protecciones a las que se renuncia al ser calificado como inversor acreditado. La citada solicitud habrá de contener certificado especificando el criterio de calificación como inversor experimentado, declaración de ser consciente de las consecuencias de perder la protección de inversor no experimentado, y la declaración de ser responsable de la veracidad de la información facilitada en la solicitud. El proveedor de servicios de financiación participativa ha de aprobar la solicitud salvo en los casos en los que dude que la información sea correcta, y deberá notificar al inversor de la confirmación de la clasificación como inversor experimentado, teniendo esta calificación una validez de dos

⁸⁵⁶ Anexo II del Reglamento (UE) 2020/1503 Sección I.

años, una vez transcurrido el cual el inversor experimentado deberá presentar una nueva solicitud al proveedor de servicios de querer continuar con tal calificación⁸⁵⁷.

Este precepto parece establecer un régimen similar al establecido en la legislación estadounidense en el sentido de que el inversor facilita la información y se permite que el portal de financiación confíe en la declaración del inversor sobre los límites de inversión⁸⁵⁸. Ahora bien, parece distinguirse en el hecho de que, en el caso de Estados Unidos, de conformidad con la sección 227.303(b) del Título 17 del CFR tal comprobación o calificación del inversor por parte del portal de financiación se realiza cada vez antes de aceptar cualquier compromiso de inversión, incluyendo compromisos adicionales de la misma persona. Tal requisito tiene sentido para poder identificar cambios en la situación económica de los inversores.

En el caso del Reglamento (UE) 2020/1503 y por ende de España se ha optado por una solución diferente. En este último caso se requiere al inversor comunicar al proveedor de servicios cualquier cambio que pudiera incidir en su calificación como inversor experimentado y así mismo se impone al proveedor de servicios de financiación participativa que trate al inversor antes experimentado como no experimentado en el caso de llegar a tener conocimiento de que este ya no cumple las condiciones iniciales que permitieron su calificación como experimentado⁸⁵⁹. El enfoque del *onus* cambia entre las dos regulaciones, ya que Estados Unidos requiere tal verificación sobre posible cambio de situación económica del inversor al portal de financiación, mientras que, en el caso español, la iniciativa recae en el propio inversor que, de experimentar algún cambio en los dos años que dura su acreditación, deberá proceder a comunicarlo.

Se establece además que tendrán la consideración de clientes experimentados aquellas entidades referidas en la Directiva 2014/65/UE que demuestren su condición de profesionales al proveedor de servicios de financiación participativa⁸⁶⁰. Se ha de entender como tales entidades las mencionadas en el anexo II, sección I, apartados 1 a 4, de la Directiva antedicha, a saber aquellas entidades que deben ser autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros (entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, otras entidades financieras autorizadas o reguladas, compañías de seguros,

⁸⁵⁷ Anexo II del Reglamento (UE) 2020/1503 Sección II.

⁸⁵⁸ *Vid.* Sección 227.303(b)(1) del Título 17 del CFR.

⁸⁵⁹ Anexo II del Reglamento (UE) 2020/1503 Sección II.

⁸⁶⁰ Anexo II del Reglamento (UE) 2020/1503 Sección III.

instituciones de inversión colectiva y sus sociedades de gestión, fondos de pensiones y sus sociedades de gestión, operadores en materias primas y en derivados de materias primas, operadores que contratan en nombre propio y otros inversores institucionales), las grandes empresas que cumplan dos de los siguientes criterios, o bien el total del balance sea de más de 20 millones de euros, o un volumen de negocios de más de 40 millones o un volumen de fondos propios de 2 millones, o gobiernos nacionales y regionales, organismos públicos que gestionan la deuda pública a escala nacional y regional, bancos centrales, organismos internacionales y supranacionales como el Banco Mundial, el FMI, el BCE, el BEI y otras organizaciones internacionales similares, u otros inversores institucionales⁸⁶¹. Estas últimas, como se puede apreciar, son categorías similares a los de los inversores institucionales en Estados Unidos.

La clasificación de los inversores derivada del Reglamento (UE) 2020/1503 difiere de la establecida en la nueva Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, la cual establece en su artículo 192 una triple clasificación de los clientes de las empresas de servicios de inversión clasificándolos en minoristas, profesionales y contrapartes elegibles. Dejando aparte la categoría de contraparte elegible por su limitado ámbito y no ser relevante a los efectos que nos ocupan⁸⁶², se entiende como clientes minoristas todos aquellos que no sean profesionales.

En cuanto a quién ha de considerarse como tal cliente profesional establece el artículo 194 que son aquellos “a quienes se les presuma la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos”. El artículo no entra a determinar cómo se realizará tal presunción y remite en su apartado segundo a un desarrollo reglamentario en el que se establecerán los tipos de clientes que serán considerados como clientes profesionales. Resulta interesante el establecimiento de la posible solicitud de tratamiento como cliente profesional ya que permite a aquellos que no tienen tal consideración, como los clientes minoristas, a renunciar al tratamiento de cliente minorista y solicitar tratamiento como

⁸⁶¹ Anexo II, sección I, apartados 1 a 4, de la Directiva 2014/65/UE.

⁸⁶² Dispone el Artículo 192 de la ley 6/2023 que “La categoría de contraparte elegible solo resulta aplicable en relación con el servicio de recepción y transmisión de órdenes, ejecución de órdenes por cuenta de terceros o negociación por cuenta propia y los servicios auxiliares directamente relacionados con estos. Esta categorización no es posible cuando se presten servicios distintos de los anteriores como es el caso de gestión de carteras y asesoramiento.” Se regula además en el artículo 196 las operaciones con las contrapartes elegibles, incluyendo el apartado primero una lista no taxativa (deducido esto de los apartados ulteriores del artículo), de las que se consideran como tal.

cliente profesional. Tal solicitud y renuncia vendrá desarrollada reglamentariamente. Lo llamativo de este precepto es que, si bien permite el tratamiento como cliente profesional, no realiza una equiparación o reconocimiento como cliente profesional absoluto. A tal efecto dispone que “en ningún caso se considerará que los clientes que soliciten ser tratados como profesionales poseen unos conocimientos y una experiencia del mercado comparables a las categorías de clientes profesionales establecidas reglamentariamente en virtud del artículo 194”. Tal aclaración parece establecer por tanto dos niveles de clientes profesionales, los establecidos por reglamento y los tratados como tales.

Resulta interesante que el tratamiento como cliente profesional en la Ley de Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión viene determinada por la “experiencia, conocimientos y cualificación necesarios”, mientras que en el caso de los inversores experimentados se opta por que sea “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”. Es decir, parece querer establecer la Ley de Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión la distinción solo en el conocimiento mientras que el Reglamento Europeo alude a consciencia y capacidad de soportar pérdidas. Ello parece reforzar la idea que parece vincularse a la financiación participativa de que “[s]i pierde, que no pierda mucho”⁸⁶³. Igualmente, pone de manifiesto la doctrina el que el hecho de que se limite la pérdida no hace por ello “menos peligroso el resultado al que conduce el régimen vigente”⁸⁶⁴.

Se ha destacado por la doctrina como estos aspectos de protección del inversor se han reforzado durante la tramitación del Reglamento Europeo⁸⁶⁵. En cuanto a posibles medidas de protección para los inversores se ha entendido que la protección de los inversores no experimentados del Reglamento (UE) 2020/1503 deriva principalmente de la existencia de tres medidas, a saber: la prueba de conocimientos, mayores deberes de información y la existencia de un derecho de reflexión⁸⁶⁶. Estos aspectos serán por tanto analizados en los epígrafes siguientes.

⁸⁶³ CUENA CASAS, M., “La protección del inversor en el crowdfunding lucrativo”, *cit.*, p. 480, quien con relación a la anterior legislación entendía que “Como ya he adelantado, el legislador español ha optado por limitar las cantidades de inversión cuando se trata de inversor no acreditado. Si pierde, que no pierda mucho”.

⁸⁶⁴ SÁNCHEZ RUÍZ, M., “La (débil) posición jurídica del socio”, *cit.*, p.1159.

⁸⁶⁵ ESTEVAN DE QUESADA, C., “Crowdfunding financiero en la Unión Europea”, *cit.*, p.38.

⁸⁶⁶ Ver LOPEZ ORTEGA, R., “Las plataformas de financiación”, *cit.*, p. 190.

En cuanto a la cuestión de si se debe permitir que los proveedores de servicios de inversión sean inversores algún sector doctrinal se mostraba bastante crítico en cuanto a la posibilidad de permitir que los proveedores de servicios de financiación participativa puedan ser inversores, ya que como acertadamente entiende podría suponer una especie de asesoramiento encubierto generando una apariencia de solvencia que entraría en conflicto con la debida neutralidad⁸⁶⁷. Esta ha sido de hecho la postura adoptada por el Artículo 8.1 del Reglamento (UE) 2020/1503 ya analizado⁸⁶⁸.

2. Requisitos de la información a facilitar a los inversores en proyectos de financiación participativa

Se ha entendido que el *equity crowdfunding* es altamente peligroso para los inversores⁸⁶⁹. Si bien la inversión es parecida a los inversores de capital riesgo (*venture capitalists*) los inversores en *crowdfunding* no tienen los conocimientos especializados, por lo que se ven afectados por peores elecciones y tampoco ejercitan los derechos de control, precisamente por no tener la capacidad para ello, lo que por otra parte conlleva la posibilidad de una mayor diversificación que los *venture capitalists*, porque los inversores en *crowdfunding* no suelen emplear recursos en el control⁸⁷⁰. En este contexto, y como se ha puesto de manifiesto por la doctrina es claramente entendible cómo la facilitación de información es un instrumento clave para la protección del inversor⁸⁷¹. A efectos de que los inversores puedan tener información básica y esencial sobre el potencial ejercicio de sus derechos una vez formalizada la inversión, es crítico que la

⁸⁶⁷ CUENA CASAS, M., “La protección del inversor en el crowdfunding lucrativo”, *cit.*, p. 467, la cual entiende que “No me parece acertado ni coherente permitir a las PFP actuar como inversoras. Ello rompe con la necesaria neutralidad con la que deben operar (art. 60 LFFE) y supone un asesoramiento encubierto porque allí donde la PFP invierta, se genera una confianza y una apariencia de solvencia que es poco coherente con la imparcialidad con la que tiene que operar la PFP y la prohibición de asesoramiento. Permitir que concedan financiación con un régimen especial puede suponer una ventaja competitiva, respecto a las entidades financieras tradicionales. O son intermediarias o son financiadoras”.

⁸⁶⁸ Artículo 8 del Reglamento (UE) 2020/1503. *Vid. supra* epígrafe 6. [Régimen de compliance y de conflictos de intereses de los proveedores de servicios de financiación participativa].

⁸⁶⁹ ARMOUR J., ENRIQUES, L., “The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts”, *European Corporate Governance Institute Law Working Paper N° 366/2017*, September 2017, pp. 1-52, p. 12, disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3035247#, fecha de última consulta el 17 de junio de 2023.

⁸⁷⁰ ARMOUR J., ENRIQUES, L., “The Promise and Perils”, *cit.*, epígrafe [The perils of Equity Crowdfunding].

⁸⁷¹ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Crowdfunding de inversiones”, *cit.*, p. 341.

facilitación de esta se establezca como requisito en la legislación. Tanto la regulación estadounidense como la española adoptan esta postura, aunque con algunas diferencias de intensidad de la protección y de facilitación de información, si bien en líneas generales requieren similar información.

Se definen las ofertas de financiación participativa como “toda comunicación realizada por un proveedor de servicios de financiación participativa, de cualquier forma y por cualquier medio, que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y el proyecto de financiación participativa que se oferta, de modo que permita a un inversor invertir en dicho proyecto de financiación participativa”⁸⁷².

El Considerando 39 del Reglamento (UE) 2020/1503 enfatiza la necesidad de que los proveedores de servicios de financiación participativa faciliten a los inversores “información imparcial, clara y no engañosa”. Se establece asimismo en el Reglamento (UE) 2020/1503 que toda la información, que los proveedores de servicios de financiación participativa faciliten y destinan a sus clientes ha de ser imparcial, clara y no engañosa en particular aquella “sobre los costes, riesgos financieros y cargas relacionados con los servicios o inversiones de financiación participativa, sobre los criterios de selección de los proyectos de financiación participativa, y sobre la naturaleza y los riesgos asociados a sus servicios de financiación participativa” y esta debe ser facilitada antes de que se proceda a la operación de financiación⁸⁷³. Deben, además, aclarar que sus servicios no se encuentran protegidos por el sistema de garantía de depósitos y que los valores negociables o los instrumentos admitidos para la financiación tampoco están protegidos por el sistema de indemnización de los inversores⁸⁷⁴. Los proveedores de servicios deben además informar a los clientes sobre el periodo de reflexión para inversores no experimentados debiendo facilitar tal información en un lugar destacado de la plataforma, aplicaciones móviles y páginas web y en este último caso “en una sección fácilmente accesible del sitio web de la plataforma de financiación participativa y de manera no discriminatoria”⁸⁷⁵.

En el caso español se establecen, además, en los artículos 51 y 52 de la Ley 5/2015 en su redacción dada por la Ley 18/2022 los datos fundamentales de la inversión y de la

⁸⁷² Artículo 1.1 f) del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁸⁷³ Artículo 19.1 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁸⁷⁴ Artículo 19.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁸⁷⁵ Artículo 19.3 del Reglamento (UE) 2020/1503.

plataforma que se han de facilitar a los potenciales inversores. Con relación a la ficha de datos fundamentales de la inversión, se determina que los proveedores de servicios han de facilitar una ficha de datos fundamentales de la inversión que contenga toda la información prevista en el artículo 23 del Reglamento (UE) 2020/1503 objeto de análisis pormenorizado en el Epígrafe del Capítulo Quinto II. *2.1 Concepto e información sobre el proyecto en España*⁸⁷⁶. Se establece que el promotor del proyecto o sus órganos de administración, dirección o supervisión serán responsables de la información facilitada en la mencionada ficha, requiriéndose que estos sean identificados en la propia ficha por su nombre y cargo de tratarse de personas físicas, o por su denominación y domicilio social, de ser personas jurídicas, debiendo certificar que hasta donde alcanza su conocimiento (*to the best of their knowledge*), la información contenida en la ficha de datos fundamentales de la inversión responde a la realidad y no contiene omisiones que puedan afectar a su contenido⁸⁷⁷. Se incluye, además, en el apartado tercero la responsabilidad civil con relación a la información y en su caso traducción cuando esta sea engañosa o inexacta o cuando omita datos fundamentales necesarios para ayudar a los inversores a la hora de considerar la financiación del proyecto de financiación participativa⁸⁷⁸.

Conforme al mismo esquema que el apartado 2 del artículo 51, el apartado 52.2 establece la responsabilidad del proveedor de servicios por la información de la ficha, así como la necesidad de que las personas responsables de la misma se identifiquen por su nombre y cargo en el caso de personas físicas, o por su denominación y domicilio social en el caso de personas jurídicas, certifiquen que la información contenida en la ficha responde a la realidad y no contiene omisiones que puedan afectar a su contenido⁸⁷⁹. Se establece además el mismo régimen de responsabilidad civil en caso de información engañosa o inexacta o de omisión de datos fundamentales, al que se encuentra regulado en el artículo 51.3⁸⁸⁰.

En relación con las medidas de protección de los inversores, la legislación española, en el artículo 49.4 g) de la Ley 5/2015 en la redacción dada por la Ley 18/2022, permite a la CNMV revelar toda la información importante que pueda afectar a la

⁸⁷⁶ Artículo 51.1 de la Ley 5/2015 en su redacción dada por la Ley 18/2022.

⁸⁷⁷ Artículo 51.2 de la Ley 5/2015 en su redacción dada por la Ley 18/2022.

⁸⁷⁸ Artículo 51.3 de la Ley 5/2015 en su redacción dada por la Ley 18/2022.

⁸⁷⁹ Artículo 52.2 de la Ley 5/2015 en su redacción dada por la Ley 18/2022.

⁸⁸⁰ Artículo 52.3 de la Ley 5/2015 en su redacción dada por la Ley 18/2022.

prestación de servicios de financiación participativa, o exigiéndolo al proveedor de servicios de financiación participativa o al tercero con el fin de garantizar la protección del inversor o el buen funcionamiento del mercado⁸⁸¹. Además, permite la suspensión de la prestación de servicios de financiación participativa o la posibilidad de exigiéndolo al proveedor de servicios o al tercero designado cuando la CNMV considere que la situación del proveedor de servicios de financiación participativa es tal que la prestación de servicios de financiación participativa sería perjudicial para los intereses de los inversores⁸⁸².

A efectos de reforzar la protección de los inversores no acreditados en proyectos ofertados a través de las plataformas de financiación participativa, disponía el anterior artículo 83 similares requisitos de información previa a la inversión ya que requería que se facilitase una comunicación específica a los inversores clarificando lo siguiente: a) el hecho de que el proyecto de financiación “no [era] objeto de autorización ni de supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores ni por el Banco de España y la información facilitada por el promotor no ha[bía] sido revisada por ellos”, b) específicamente en relación al caso de emisión de valores había de clarificarse en la comunicación, asimismo que la emisión “no [era] objeto de autorización ni de supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la información facilitada por el emisor no ha[bía] sido revisada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores ni constitu[ía] un folleto informativo aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores”, c) clarificación en relación a los riesgos inherentes en estas operaciones al requerir que debía comunicarse que “la existencia de riesgo de pérdida total o parcial del capital invertido, riesgo de no obtener el rendimiento dinerario esperado y riesgo de iliquidez para recuperar su inversión y, asimismo, d) que “el capital invertido no está[ba] garantizado por el fondo de garantía de inversiones ni por el fondo de garantía de depósitos. Se dejaba abierta la posibilidad de incluir nueva información en la comunicación al inversor no acreditado por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de ser necesario⁸⁸³. Como ya se ha mencionado, y específicamente se establecía en el apartado 2 del artículo 83 la obligación de comunicación no era aplicable

⁸⁸¹ Artículo 49.4 g) de la Ley 5/2015 en la redacción dada por la Ley 18/2022.

⁸⁸² Artículo 49.4 h) de la Ley 5/2015 en la redacción dada por la Ley 18/2022.

⁸⁸³ Artículo 83 de la Ley 5/2015 en su redacción original.

a los inversores acreditados⁸⁸⁴. La protección establecida por el artículo 83 se completaba, además, con la disposición contenida en el apartado 2 del artículo 84 que requería que los inversores no acreditados, además del consentimiento al compromiso de pago, se incluyese la manifestación del inversor de que “a) [había] sido advertido de los riesgos que implica[ba] la inversión en el proyecto de financiación participativa o los proyectos de financiación participativa en el caso de que el inversor particip[ase] en varios mediante una única actuación, y b) teniendo en cuenta la operación que realizaba, su inversión total en los últimos doce meses en proyectos publicados por el conjunto de plataformas de financiación participativa no superase el umbral de 10.000 euros”. En la redacción original de la Ley 5/2015, la protección de los inversores acreditados era menor que la de los inversores no acreditados como derivaba del hecho de que no existían requisitos de comunicación previa como si se establecían para estos últimos en el artículo 83.

El Considerando 52 del Reglamento (UE) 2020/1503 aboga por que se permita a los proveedores de servicios de financiación participativa proveer más información de la específicamente requerida si bien en todo caso esta deberá ser complementaria y congruente con el resto de información facilitada en la ficha de datos fundamentales de la inversión. Ello es, a todas luces, entendible para evitar que la información adicional aportada genere más confusión al inversor en vez de aportar mayor claridad. Entiende además la doctrina que el principal riesgo derivado de la financiación participativa para el inversor proviene de la potencial falta de adecuada de información que le permita tomar una decisión, valga la redundancia, “informada” y fundamentada sobre si invertir o no⁸⁸⁵.

Si bien no son requisitos de información sí que es importante hacer referencia dos medios a través de los cuales los inversores pueden asimismo obtener cierta información que les resulte útil, basándose en interacciones con otros inversores o en las tendencias mostrados por estos. Conviene sin embargo mencionar que el seguir la tendencia de inversión marcada por la “masa” no está sin embargo exenta de sus propios problemas. A título de ejemplo solo mencionar que se han propuesto ciertas medidas para intentar minimizar problemas inherentes al *crowdfunding* como el *herding* en el sentido de seguir la tendencia ya mostrada por otros en la inversión, y entre ellos se ha mencionado el

⁸⁸⁴ Artículo 83.2 de la Ley 5/2015 en su redacción original.

⁸⁸⁵ CUENA CASAS, M., “La protección del inversor en el crowdfunding lucrativo”, Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p. 480.

facilitar la información relativa al valor de las inversiones individuales, y no solo al agregado total, en el entendido de que a una mayor contribución se le supone una *due diligence* de análisis mayor⁸⁸⁶. Otra medida en similar sentido es permitir que se planteen preguntas a aquellos buscando financiación, y que estas respuestas se pongan a disposición de otros potenciales inversores⁸⁸⁷.

3. Prueba de conocimientos y comprensión del riesgo

Como se ha puesto de manifestó en numerosas ocasiones los *crowdfunding* son de alto riesgo ya que, aunque las inversiones individuales son limitadas y existen requisitos de información y educación de los inversores, aun así, los riesgos son altos ya que la mayoría de las pequeñas empresas fracasan en un tiempo relativamente corto⁸⁸⁸. Algún autor y profesional del ámbito corporativo han puesto de manifiesto los riesgos que conlleva la utilización del mecanismo de *crowdfunding* identificando como tales los siguientes: a) riesgo de inoperatividad temporal o indefinida de la plataforma; b) riesgo de fraude, c) asimetría de la información, d) falta de experiencia del inversor y e) falta de liquidez de las plataformas ante la ausencia de mercados secundarios⁸⁸⁹. Se ha argumentado además los riesgos sustanciales que se presentan para todo tipo de inversor en el *crowdfunding* entre otros motivos por el hecho de que “no hay previstas garantías a favor de los inversores por parte del mediador”⁸⁹⁰. Muy interesante es la posición doctrinal de algún autor muy crítico con las medidas “de protección” de los inversores que existían en la redacción original de la Ley 5/2015 y que entiende se basaban

⁸⁸⁶ ARMOUR J., ENRIQUES, L., “The Promise and Perils”, *cit.*, p. 42-43, epígrafe [Leveraging the wisdom of crowds].

⁸⁸⁷ ARMOUR J., ENRIQUES, L., “The Promise and Perils”, *cit.*, p. 43, epígrafe [Leveraging the wisdom of crowds].

⁸⁸⁸ BERKELEY, A.J., “Regulation D Offerings”, *cit.*, recurso electrónico.

⁸⁸⁹ LORRIO, A., “Financiación "crowd-funding", BIB 2014\732, *Actualidad Jurídica Aranzadi* num.881/2014, 2014, Thomson Reuters Aranzadi Instituciones, Recurso electrónico, fecha de última consulta el 18 de octubre de 2018.

⁸⁹⁰ En este sentido ALONSO ESPINOSA, F.J., “Protección de la inversión”, *cit.*, epígrafe II quien entiende que “la inversión a través de empresas de crowdfunding presenta riesgos muy notables para todo inversor, sea o no inversor acreditado o no acreditado...” y “Al agravamiento propio del riesgo típico del inversor a través de sociedades de crowdfunding contribuye el hecho de que no hay previstas garantías a favor de los inversores por parte del mediador –el empresario de crowdfunding–, ni está prevista la organización de ningún fondo de garantía de carácter institucional o sistema equivalente que procure alguna mínima seguridad a las inversiones mediadas por estas empresas (cf. arts. 198 ss. LMV). Por tanto, la sociedad de crowdfunding también resulta legalmente beneficiada en sus costes a través de la exención de esta clase de medidas en protección de inversores”.

principalmente en un reconocimiento por parte del inversor del riesgo inherente a su inversor sin establecer ningún tipo de protección sustancial ante posibles vicios y siendo la protección no distinta de la derivada del régimen general ⁸⁹¹.

En cuanto a otra posible medida que se ha establecido a efectos de intentar proporcionar cierta protección a los inversores contra los riesgos antedichos, es la que se analiza a continuación de proporcionar cierta información, así como en cierto modo asegurarse de la comprensión de esta. Si bien, como acertadamente entiende cierto sector doctrinal, la protección no parece ser tanto del inversor sino de la “sociedad de *crowdfunding*” en sí⁸⁹².

En cuanto al régimen actual, el artículo 21 del Reglamento (UE) 2020/1503 regula una prueba inicial de conocimientos y una simulación de la capacidad de soportar pérdidas como métodos de protección de los inversores, a través de un potencial cribado de quien se encuentra o no en condiciones de proceder a la inversión. Dispone al efecto el artículo 21.1 que los proveedores de servicios de financiación participativa deberán con carácter previo evaluar “si los servicios ofrecidos son adecuados para los inversores no experimentados potenciales y, en caso afirmativo, cuáles de ellos lo son” y, además, procederán a reevaluar cada dos años tras esa evaluación inicial⁸⁹³.

Al efecto de realizar la evaluación, dispone el artículo 21.2 que los proveedores de servicios soliciten información sobre “la experiencia, los objetivos de inversión, la situación financiera y la comprensión básica de los riesgos que conlleva invertir en general e invertir en los tipos de inversión ofrecidos en la plataforma de financiación

⁸⁹¹ En este sentido ALONSO ESPINOSA, F.J., “Protección de la inversión”, *cit.*, epígrafe III, donde se señala que “La regulación legal tiende a excluir cualquier sesgo, por mínimo que sea, de vicio del consentimiento en los inversores debido a error en el mismo que pudiera afectar al contrato de mediación entre el inversor y la sociedad de crowdfunding así como a los contratos de financiación contraídos con los promotores de los proyectos promovidos por aquella. Y ¿cuál es ese contenido fundamental excusatorio, con carácter previo, de cualquier vicio contractual invalidante que interesa oponer a todo inversor por una sociedad de crowdfunding? Pues este contenido responde a que el inversor conoce y no puede ignorar que realiza una inversión que, por lo general, es calificable como de alto o altísimo riesgo. Que si la inversión tiene lugar a título de aportación al capital social del promotor (mediante suscripción o adquisición de acciones o de participaciones sociales), la inversión es entonces de riesgo superior o máximo pues puede implicar la pérdida total de la inversión y la inexistencia absoluta de retornos o rentabilidad de la misma (además de otros riesgos como la dilución o la falta de liquidez) ...”.

⁸⁹² *Cfr.* ALONSO ESPINOSA, F.J., “Protección de la inversión”, *cit.*, epígrafe IV, donde se afirma que “En rigor, lo que se regula es la protección de la posición de la sociedad de crowdfunding como intermediario financiero –no, por tanto, la de los potenciales inversores– mediante el blindaje legal a favor de la misma representado por el simple cumplimiento por su parte de sencillas y simples obligaciones de información previa o *in contrahendo* sobre los potenciales y muy considerables riesgos que asumen los inversores en los proyectos por ella intermediados”.

⁸⁹³ Artículo 21.3 del Reglamento (UE) 2020/1503.

participativa” incluyendo la información relativa a inversiones previas en operaciones de financiación participativa o préstamos, incluyendo los realizados a empresas en fase inicial o de expansión, así como la comprensión de los riesgos aparejados así como la potencial experiencia profesional relevante a efectos de financiación participativa⁸⁹⁴.

De no facilitar la información requerida, o en el caso de que los proveedores de servicios consideren que los inversores no experimentados no tienen los suficientes conocimientos, capacidades o experiencia suficientes, informarán a estos inversores de la potencial falta de adecuación de sus servicios y les advertirán del consiguiente riesgo indicando claramente que este conlleva el riesgo de pérdida de la totalidad del dinero invertido, requiriéndose que los inversores certifiquen haber recibido y comprendido esta advertencia⁸⁹⁵. Resulta muy interesante el hecho de que no se les prohíba que continúen con la inversión y tan solo se les advierta. Como se ha mencionado anteriormente, esta opción legislativa no parece ser la más adecuada a efectos de una protección de los inversores y parece reforzar la idea de que la protección es más de los proveedores de servicios de financiación participativa a efectos de evitarse responsabilidades⁸⁹⁶.

Se establecen determinadas obligaciones al proveedor de servicios de financiación participativa al deber garantizar este que los inversores no experimentados que acepten ofertas superiores a 1.000 EUR o al 5 % del patrimonio neto reciban una advertencia de riesgo, manifiesten su consentimiento expreso a la operación y demuestren al proveedor de servicios que entienden la inversión y sus riesgos⁸⁹⁷. Para acreditar el entendimiento de la inversión y los riesgos se puede utilizar la evaluación referida en el artículo 21.1 c)⁸⁹⁸. Sin embargo, como se ha mencionado no se impide a los inversores no experimentados invertir en ofertas de financiación participativa con independencia de los resultados que obtengan en la evaluación y simulación, siendo suficiente con que solo acusen recibo de la recepción de estos⁸⁹⁹.

⁸⁹⁴ Artículo 21.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁸⁹⁵ Artículo 21.4 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁸⁹⁶ *Supra*.

⁸⁹⁷ Artículo 21.7 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁸⁹⁸ Artículo 21.7 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁸⁹⁹ SÁNCHEZ RUIZ, M., "El equity crowdfunding en el Reglamento (UE) 2020/1503 sobre proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas", Derecho digital y nuevas tecnologías, Dir. Madrid Parra, A. y Alvarado Herrera, L., Ed. Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., marzo 2022, Recurso electrónico, epígrafe IV.1. [Prueba inicial de conocimientos y simulación de la capacidad de soportar pérdidas].

Requiere el Reglamento en el artículo 21.8, al igual que hace en otros preceptos, que la AEVM elabore en cooperación con la ABE normas técnicas de regulación relativas a la prueba inicial de conocimientos y simulación de la capacidad de soportar pérdidas debiendo tener en cuenta la naturaleza, escala y complejidad de los servicios de financiación participativa y enviar esos proyectos de normas técnicas antes del 10 de noviembre de 2021. En este sentido, conviene destacar la promulgación del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican la prueba inicial de conocimientos y la simulación de la capacidad de soportar pérdidas para inversores potenciales no experimentados en proyectos de financiación participativa el cual entró en vigor a los veinte días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea.⁹⁰⁰.

Con base a la citada regulación, se requiere que se evalúe la adecuación de los servicios de financiación participativa para inversores no experimentados debiendo tomar en consideración el nivel de experiencia y conocimientos relativos para comprender las inversiones en general y a los riesgos derivados de estas, así como específicamente en relación con los riesgos inherentes a los tipos de inversión ofrecidos en la plataforma de financiación participativa⁹⁰¹. Se habilita, además, al proveedor de servicios de financiación participativa para considerar que la evaluación de si los servicios ofrecidos son adecuados para los inversores no experimentados potenciales se utilice como prueba de que los inversores no experimentados entienden la inversión y sus riesgos⁹⁰². Para comprobar la comprensión de las inversiones y riesgos derivados de invertir a través de plataformas de financiación participativa deberán ser evaluados en la comprensión del propio concepto de los servicios de financiación participativa y de sus riesgos⁹⁰³. A efectos de evaluar la experiencia, conocimientos y comprensión de los riesgos los proveedores de servicios deberán obtener la información relativa a los tipos de servicios de inversión e inversiones financieras que conoce y con los que está familiarizado el inversor, “la naturaleza, el volumen y la frecuencia de las operaciones pasadas del inversor no experimentado potencial con valores negociables, instrumentos admitidos con

⁹⁰⁰ Artículo 13 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

⁹⁰¹ Artículo 1.1 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

⁹⁰² Artículo 21.7 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁹⁰³ Artículo 1.2 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

finances de financiación participativa o préstamos, incluso en empresas en fase inicial o de expansión, y el período durante el cual se han llevado a cabo dichas operaciones⁹⁰⁴”, así como la profesión, nivel de estudios incluyendo experiencias o competencias profesionales relativas a este tipo de inversiones⁹⁰⁵.

En cuanto a la información que se debe recabar sobre los objetivos de inversión esta ha de incluir tanto la información sobre el período de tenencia previsto, el perfil de riesgo de los inversores, así como sus “preferencias en relación con la sostenibilidad de las inversiones” y los objetivos de inversión, debiendo, además, al evaluar la situación financiera de los inversores, tomar en consideración los resultados de la simulación de pérdidas⁹⁰⁶. Se requiere, además, que aparte de recabar la información en sí, adopten medidas para garantizar que esa información sea fiable y representativa de los conocimientos y de los objetivos de inversión del potencial inversor no experimentado y para ello deberán informarle sobre la importancia de proporcionar información precisa, así como asegurarse que los medios para recabar la información sean apropiados y puedan ser apropiadamente utilizados por los inversores y que las preguntas sean fácilmente comprensibles y precisas para obtener la información necesaria y representativa⁹⁰⁷. Lo cual es absolutamente necesario dado que si no se aporta información veraz difícilmente la evaluación va a ser representativa de la situación real. El Reglamento sin embargo se refiere de una manera bastante laxa a las medidas y medios para recabar la información. Si bien este potencial poco rigor se puede entender dado el contexto ya que el legislador ha entendido que con independencia del resultado se puede permitir al inversor no acreditado invertir.

A efectos de enfatizar los riesgos derivados de estas inversiones, así como la conciencia de los inversores sobre esta, el artículo 4 del Reglamento Delegado 2022/2114 incluye la necesidad de que los proveedores de servicios al emitir la advertencia de riesgo no animen a la inversión, además de la necesidad de incluir específicamente el texto de que la inversión puede conllevar la pérdida total de lo invertido (“Invertir en un proyecto de financiación participativa incluye el riesgo de perder la totalidad del dinero invertido”), y la necesidad de que esta advertencia se incluya

⁹⁰⁴ Artículo 2.1 b) del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

⁹⁰⁵ Artículo 2.1 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

⁹⁰⁶ Artículo 2.2 y 2.3 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

⁹⁰⁷ Artículo 3 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

en sitio prominente y destacado en el sitio web de proveedores de servicios y esta permanezca claramente visible hasta que reconozcan haber “recibido y comprendido la advertencia”⁹⁰⁸. Las advertencias expresas son mecanismos comunes de protección en general (e.g. cajetillas de tabaco) si bien no resulta muy claro qué impacto real tienen las mismas cuando una persona está decidida a hacer algo. De ahí que se avance un paso más y se requiera reconocer haber recibido y comprendido la advertencia, como una segunda “capa” de reafirmar la voluntad y de ser consciente del riesgo asumido.

Para poder efectuar la evaluación, los proveedores de servicios de financiación participativa deberán también solicitar a los inversores que realicen una simulación de su capacidad de soportar pérdidas, calculadas estas como el 10% de su patrimonio neto, tomando en consideración sus ingresos regulares e ingresos totales, y si se trata de ingresos permanentes o temporales, los activos, incluyendo otras inversiones y depósitos en efectivo, pero con exclusión de bienes inmobiliarios personales y de inversión y los fondos de pensiones, y los compromisos financieros, tanto los actuales como los futuros⁹⁰⁹. Debemos recordar en este punto como en la legislación estadounidense si se permite que se tome en consideración para el cálculo del patrimonio neto los equivalentes de los planes de pensiones⁹¹⁰. Esta simulación será revisada por los proveedores de servicios de financiación participativa cada año tras la simulación inicial⁹¹¹. Si bien se ha de realizar la simulación, no se impide que los inversores no experimentados inviertan en proyectos de financiación participativa, aunque se determina que habrán de acusar recibo de los resultados de la simulación⁹¹².

Para poder efectuar tal simulación se requiere que los proveedores de servicios habiliten en su web una herramienta de cálculo en línea, fácil de usar y que requiera solo facilitar la información necesaria al efecto y ninguna otra tarea o acción, y esta herramienta permitirá calcular la capacidad de soportar pérdidas de los inversores no experimentados en base a la información facilitada y prevista por el artículo 21 del Reglamento (UE) 2020/1503, mostrando el resultado de la simulación de manera clara y comprensible⁹¹³.

⁹⁰⁸ Artículo 4 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

⁹⁰⁹ Artículo 21.5 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁹¹⁰ *Supra*.

⁹¹¹ Artículo 21.6 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁹¹² Artículo 21.6 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁹¹³ Artículo 5.1, 5.2, 5.3 y 5.4 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

Se requiere que la configuración de la herramienta no permita a los proveedores de servicios ni acceder o registrar a la información facilitada ni alterar o interferir en el resultado de la simulación, aunque sí que podrá permitir que los inversores envíen el resultado de la simulación al proveedor de servicios⁹¹⁴. Los proveedores de servicios podrán ofrecer opciones distintas a la herramienta en línea para simular la capacidad de soportar pérdidas si bien deberá proveer la información sobre el método utilizado para realizar la simulación⁹¹⁵. En cuanto a las determinaciones de ciertos conceptos más técnicos, se establece que el patrimonio neto será igual a la suma de los ingresos netos anuales y el total de activos líquidos menos los compromisos financieros anuales⁹¹⁶. En cuanto a qué ha de entenderse por ingresos netos anuales, se aclara que estos se entienden como el total de los ingresos anuales, entendidos estos como las rentas del trabajo, los intereses sobre depósitos bancarios u otros instrumentos de deuda, los pagos de dividendos, y los ingresos inmobiliarios, percibidos por el inversor no experimentado tras deducir los costes y cargas asociados, las cotizaciones sociales y los impuestos⁹¹⁷.

En cuanto al total de activos líquidos se entiende este como “la suma del total del efectivo en poder de un inversor no experimentado en cuentas de ahorro y cuentas corrientes, y el valor de los activos que puedan convertirse rápida y fácilmente en efectivo, [incluyendo] los productos de ahorro que puedan convertirse en efectivo en un plazo máximo de treinta días naturales; los instrumentos financieros negociados en un mercado regulado [... y]; las acciones y participaciones de organismos de inversión colectiva que ofrezcan derechos de reembolso al menos semanalmente”⁹¹⁸. Conviene aclarar que se excluyen del concepto de activos líquidos tanto los bienes inmuebles; como las cuantías aportadas a un plan de pensiones con fines de jubilación; así como las participaciones de “sociedades que no sean libremente reembolsables o transferibles, incluidas las inversiones de financiación participativa anteriores”⁹¹⁹.

Por último, en relación a los compromisos financieros anuales se entiende que incluyen todos los gastos en los que el inversor haya asumido un compromiso en el año específico, incluyendo estos las pensiones alimenticias y de manutención, pagos de

⁹¹⁴ Artículo 5.5 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

⁹¹⁵ Artículo 6 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

⁹¹⁶ Artículo 7 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

⁹¹⁷ Artículo 8 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

⁹¹⁸ Artículo 9.1 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

⁹¹⁹ Artículo 9.2 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

alquileres e hipotecas, reembolsos de préstamos, pagos de primas de seguro, pagos de gastos de los servicios públicos como electricidad, calefacción y agua, pagos de las suscripciones a servicios, y el impuesto sobre la renta y los impuestos sobre la propiedad⁹²⁰.

Se debe tomar en consideración que el total de activos líquidos y los compromisos financieros anuales se deben valorar a 31 de diciembre del año civil anterior a la simulación, si bien en los casos en que de tomar esa fecha no se reflejase adecuadamente y con suficiente precisión la situación del patrimonio neto se puede tomar una fecha más reciente⁹²¹. De tomarse una fecha diferente a efectos de permitir una valoración más exacta, cuestión que debe valorarse por los potenciales inversores, esta puede ser cualquiera desde el citado 31 de diciembre del año civil anterior hasta la fecha en que se realice la simulación y debe ser la misma para la valoración del total de activos líquidos y de los compromisos financieros anuales⁹²². En cuanto a la fecha de los ingresos netos anuales estos se referirán a los del año civil anterior a la simulación, aunque de utilizar una fecha diferente con relación al total de activos líquidos y de los compromisos financieros anuales, los ingresos netos anuales se calcularán en base a los doce meses anteriores a dicha fecha⁹²³. Dispone el artículo 12 del Reglamento que los proveedores de servicios deben requerir a los inversores no experimentados potenciales el envío el resultado de la simulación de su capacidad de soportar pérdidas⁹²⁴.

Un sector doctrinal ha destacado el diferente enfoque a la hora de evaluar la idoneidad o comprensión de los inversores entre los mecanismos existentes en el MiFID II y el establecido en el Reglamento (UE) 2020/1503. En este sentido parte de la distinta finalidad de ambos; por una parte, el MiFID sirve para que la empresa de servicios de inversión pueda recomendar e identificar los proyectos o inversiones que mejor se ajustan a sus preferencias de riesgo y capacidad de soportar pérdidas, mientras que en el caso del Reglamento no existen recomendaciones como tal y se limita a la identificación de proyectos adecuados a los “conocimientos, experiencia y situación financiera”. En el caso de no completarse o superarse por los inversores no experimentados la evaluación de idoneidad del Reglamento, solo será necesario advertir a estos sobre el riesgo de pérdida

⁹²⁰ Artículo 10 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

⁹²¹ Artículo 11.1 y 11.2 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

⁹²² Artículo 11.3 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

⁹²³ Artículo 11.4 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

⁹²⁴ Artículo 12 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2114.

total de la inversión y obtener un reconocimiento expreso “de que han recibido, y también comprendido, la advertencia emitida por el proveedor de servicios de financiación participativa”, y no estarán impedidos de continuar con la inversión. Esta estructura de advertencia (advertencia del riesgo, consentimiento expreso, y comprensión del riesgo) es la misma que se aplica en aquellos casos en que la inversión del inversor no experimentado sea superior a 1.000 euros o al 5% de su patrimonio neto⁹²⁵.

Si bien acreditar cierto nivel de conocimientos y comprensión es deseable en cualquier caso para llevar a cabo cualquier tipo de operación financiera, lo cierto es que simplemente acreditar esto para algunos inversores a efectos de superar los 1.000 euros o al 5% de su patrimonio neto en inversión puede no ser suficiente. La problemática deriva de que la prueba de conocimientos y la simulación de la capacidad para soportar pérdidas se efectúan con base en la información facilitada por el inversor, por lo que de no aportarla este o en el caso en que el proveedor de servicios de financiación participativa entienda que no debería invertir, como ya se ha mencionado, aun así, no se les impide invertir siempre que sean advertidos de los riesgos y los inversores confirmen recepción y “comprensión” de la advertencia⁹²⁶.

Existe el riesgo de que algunos inversores motivados por el “dorado” de invertir en un nueva “start-up de garaje disruptiva” y que se convierta en el nuevo Apple, ignoren ciertas consideraciones y factores de riesgo, y se dejen llevar por una incierta ganancia. Certificar que se es consciente de un riesgo y que se comprende, es distinto de verdaderamente entender las probabilidades de que un riesgo, en este caso la pérdida de la inversión se materialice. Esto último queda en el fondo en la esfera de cada inversor y de su prudencia, y es posible que no en todos los casos se dé realmente ese estado de comprensión y asunción plenamente consciente del alto grado de probabilidad de pérdida o dificultades derivadas de la inversión pese a que así se certifique, de ahí que, si bien se considera un mecanismo necesario, no es a todas luces suficiente para la protección de los inversores no acreditados.

Muy ilustrativa es la opinión en este sentido de un sector doctrinal en cuanto a la funcionalidad del régimen de protección del inversor establecido en la Ley 5/2015, que, si bien se refería a la regulación anterior, sigue resultando plenamente aplicable. El mismo

⁹²⁵ AGÜERO ORTIZ, A., “Normas de protección del inversor”, *cit.*, p.160-161.

⁹²⁶ ESTEVAN DE QUESADA, C., “Crowdfunding financiero en la Unión Europea”, *cit.*, p.39.

entiende que “Lo que la Ley trata es de crear una «cura en salud» a favor de la sociedad de *crowdfunding* para el caso de que la inversión intermediada por ésta y contratada por el inversor finalmente fracasase. En función de ello, se opta por establecer legalmente aquellas medidas por cuya virtud se pueda afirmar y probar en juicio de forma casi incuestionable que el inversor a través de sociedades de *crowdfunding* ha invertido de forma libre y consciente y totalmente informado sobre el alto riesgo que supone invertir en proyectos promovidos por empresas de *crowdfunding*”⁹²⁷. La regulación actual es, sin embargo, más permisiva que la anterior ya que se pueden superar los límites de inversión, por lo que es posible que estas medidas de información, simulación y comprensión del riesgo no sean suficientes para una protección efectiva de los inversores.

En todo caso, como acertadamente entiende un sector doctrinal, si el objetivo es proteger al inversor es esencial que este realmente comprenda la información que se facilita y que los proveedores de servicio se aseguren de ello⁹²⁸. Cómo se puede acreditar esa comprensión es un aspecto práctico de vital importancia, así como establecer consecuencias cuando no se puede acreditar que se dé esa comprensión, si bien no parece que estos aspectos hayan sido adecuadamente tratados por el legislador.

4. Límites de inversión a los inversores en proyectos de financiación participativa

Como acertadamente se ha destacado por la doctrina el establecimiento de límites “es la minimización de las pérdidas del inversor en un sistema en el que el legislador es consciente de su alto riesgo”⁹²⁹. Si bien se ha de ser consciente que esa opción por intentar minimizar las pérdidas conlleva aparejada limitación también de las ganancias⁹³⁰.

La regulación relativa a los límites a las aportaciones de los inversores en España se encontraba contenida en el artículo 82 de la Ley 5/2015 en su redacción original. Tal artículo tan solo establecía límites a la inversión de los inversores no acreditados con un doble criterio de carácter acumulativo. Por un lado, se requería que un inversor no

⁹²⁷ En este sentido ALONSO ESPINOSA, F.J., “Protección de la inversión”, *cit.*, epígrafe IV [Técnicas Legales] específicas de supuesta protección a favor de los inversores a través de sociedades de “crowdfunding”.

⁹²⁸ CUENA CASAS, M., “La protección del inversor en el crowdfunding lucrativo”, *cit.*, p. 489.

⁹²⁹ CUENA CASAS, M., “La protección del inversor en el crowdfunding lucrativo”, *cit.*, p. 481.

⁹³⁰ CUENA CASAS, M., “La protección del inversor en el crowdfunding lucrativo”, *cit.*, p. 483.

acreditado no invirtiese o se comprometiese a invertir más de 3.000 euros por proyecto publicado en una plataforma de financiación participativa y, además, que la inversión en los proyectos publicitados por una misma plataforma no excediese en un periodo de 12 meses la cantidad de 10.000 euros⁹³¹. Además, como requisito extra de protección, disponía el apartado 2 que los inversores no acreditados realizasen la manifestación del artículo 84.2 a efectos de que el conjunto de inversiones realizadas por el inversor no acreditado en el conjunto de plataformas de financiación participativa no excediese de 10.000 euros en un periodo de 12 meses⁹³². A estos efectos, la cantidad de 10.000 euros actuaba como límite absoluto de las inversiones que pueden ser realizadas por los inversores no acreditados. Resulta destacable que en la regulación original en España se establecían límites fijos de inversión mientras que, en otros ordenamientos, entre ellos, el estadounidense se optaba por límites variables en función de los ingresos o patrimonio⁹³³.

Los límites establecidos a nivel subjetivo según el tipo de inversor han ser conjugados con unos límites a nivel objetivo que aplican a los proyectos. Tales límites estaban establecidos en el artículo 68 de la redacción original de la Ley 5/2015 el cual determinaba que ningún promotor publicase en la misma plataforma de financiación más de un proyecto. Además, se establecía como cantidad máxima a obtener por proyecto en el conjunto de las plataformas 2.000.000 de euros si bien cuando se dirigiesen exclusivamente a inversores acreditados el límite era de 5.000.000 de euros⁹³⁴. Algún autor calificó la regulación de la Ley 5/2015 como excesivamente proteccionista por rasgos los límites de inversión establecidos, si bien el supuesto proteccionismo puede no ser tal si se toma en consideración el contexto⁹³⁵. La regulación original de la Ley 5/2015 fue considerada como paternalista y quizás excesivamente proteccionista del inversor no acreditado con el establecimiento del “máximo de inversión, con un doble mecanismo: la

⁹³¹ Artículo 82 de la Ley 5/2015 en su redacción anterior a la reforma de 2022.

⁹³² Artículo 84.2 de la Ley 5/2015 en su anterior redacción.

⁹³³ CUENA CASAS, M., “La protección del inversor en el crowdfunding lucrativo”, *cit.*, p. 481.

⁹³⁴ Artículo 68 de la Ley 5/2015 en su anterior redacción.

⁹³⁵ *Cfr.* RODRIGUEZ MARTINEZ, I., “El servicio de mediación electrónica de las plataformas de financiación participativas: marco regulador”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* num.149/2018 parte Crónicas, Editorial Aranzadi, S.A.U., Cizur Menor. 2018. Recurso electrónico, epígrafe V [Conclusiones], [Nota 121] donde establece que “Modelo que puede llegar a resultar poco flexible respecto a las inversiones en las plataformas y quizás excesivamente proteccionista, cuando limita las inversiones en los proyectos publicados”.

diversificación de las inversiones con límites por proyecto y por PFP, y por máximos de inversión en doce meses en el conjunto de plataformas”⁹³⁶.

No se establece, sin embargo, regulación específica en cuanto a los límites de las inversiones en la regulación actual de la Ley 5/2015 introducida por la Ley 18/2022. Se ha de destacar en cuanto al enfoque normativo actual derivado del Reglamento Europeo 2020/1503 que no se establece una prohibición a los inversores no acreditados de invertir en exceso de determinados límites. El Reglamento, a diferencia de lo que preveía la normativa española no establece límites cuantitativos obligatorios ya que en los casos en que un inversor no experimentado acepte una oferta mayor de 1.000 euros o 5% de su patrimonio neto, lo único que precisa el proveedor es advertir al inversor del riesgo de pérdida y que este último manifieste su consentimiento y comprenda los riesgos⁹³⁷.

Como hemos mencionado anteriormente, el Reglamento (UE) 2020/1503 se limita a establecer que los proveedores de servicios de financiación participativa deben revisar con relación a los inversores no experimentados, la simulación para determinar la cantidad de soportar pérdidas y revisar esta cada año tras la simulación inicial⁹³⁸. Si bien con independencia de los resultados de la simulación se ha optado en la regulación comunitaria europea por no impedir a los inversores no experimentados invertir en proyectos de financiación participativa si bien se requiere que estos acusen recibo de los resultados de la simulación⁹³⁹. Resulta sin embargo de alguna manera contradictoria con lo expuesto en el Considerando 46 del Reglamento (UE) 2020/1503 ya que establece que “conviene fijar las cantidades máximas que los inversores no experimentados pueden invertir en cada proyecto, sin salvaguardias adicionales y 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”. Parecería con base a esta expresión que la intención del Reglamento era de hecho no permitir a los inversores no experimentados

⁹³⁶ PASTOR NÚÑEZ DE CASTRO, E., (2020), “Análisis de los límites de inversión”, *cit.*, p. 1243 refiriéndose a PAÑEDA USUNÁRIZ, F., “Las Plataformas de Financiación Participativa: normativa de naturaleza societaria”, *Revista Consumo y Empresa*, núm. 6, 2017, p.10.

⁹³⁷ SANCHEZ RUIZ, M., "El equity crowdfunding en el Reglamento (UE) 2020/1503 sobre proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas", *Derecho digital y nuevas tecnologías*, Dir. Madrid Parra, A. y Alvarado Herrera, L., Ed. Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., marzo 2022, Recurso electrónico, epígrafe IV. [Nuevas herramientas de protección del inversor no experimentado].

⁹³⁸ Artículo 21.6 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁹³⁹ Artículo 21.6 del Reglamento (UE) 2020/1503.

superar ciertos umbrales de inversión, pero la realidad de la regulación final es que sí se permite superar ciertos umbrales simplemente reconociendo expresamente haber recibido una advertencia y la comprensión de esta como anteriormente se ha expuesto.

A efectos de establecer lo que parece entender el legislador europeo como cierta protección para los inversores no experimentados, se requiere que en cada ocasión que estos realicen una inversión superior al más elevado bien de 1.000 euros o del 5 % del patrimonio neto de dicho inversor, el proveedor de servicios deberá garantizar que el inversor antes de formalizar la aceptación reciba una advertencia de riesgo, manifieste su consentimiento expreso al proveedor de servicios de financiación participativa, y demuestre al proveedor de servicios de financiación participativa que el entiende la inversión y sus riesgos⁹⁴⁰. Se ve por tanto como se establece en la legislación europea un criterio de cantidad fija y en la alternativa porcentaje a efectos de las inversiones de los inversores no acreditados, si bien con la diferencia sustancial de que en el caso estadounidense operan como límite absoluto, mientras que en el caso español no es así y solo se requiere la consciencia y comprensión del riesgo para superarlos.

Mencionar que el caso de España no se prevén como tal, preceptos relativos a los potenciales ajustes de las cantidades en base al transcurso de los años a diferencia de lo que sucede en Estados Unidos, precepto este que dadas las recientes tendencias de inflación podrían haber sido aconsejable establecer ya el mecanismo al efecto.

En cuanto al tratamiento por ambas legislaciones, española y estadounidense de los límites de las inversiones y su efectividad como mecanismo de protección de los inversores, existen diversas posturas doctrinales. Entiende un sector doctrinal que las limitaciones establecidas en el marco regulatorio no sirven para la protección de los inversores y de hecho lo que en su opinión hacen los límites de inversión es reducir los incentivos para que los inversores lleven a cabo una investigación exhaustiva y que las inversiones de inversores mayores o más sofisticados sea menos probable eliminando por tanto la sabiduría de los expertos⁹⁴¹. Si bien es cierto que el establecimiento de límites de inversión tiene eficacia limitada a efectos de la protección de los inversores cuando se intenta encontrar un equilibrio entre esta y la potencial asignación eficiente de recursos, en operaciones con alto riesgo debido a los factores concurrentes en la financiación

⁹⁴⁰ Artículo 21.7 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁹⁴¹ BELL, T., "Weakness in Number", *cit.*, p. 178.

participativa o *crowdfunding*, pudiendo considerarse por algunos como excesivamente proteccionista, lo cierto es que existen cierto tipo de inversores sin la sofisticación, conocimientos o capacidad de soportar pérdidas suficiente, a los que de algún modo hay que proporcionar protección.

El establecimiento de límites de inversión opta por la vía rápida de minimizar el riesgo minimizando la exposición a este, si bien reduce las inciertas oportunidades de ganancia por el inversor, también reduce las posibles, o probables según los más críticos del *crowdfunding*, pérdidas. Especialmente, dado el contexto y la relativa novedad del *crowdfunding* y su sometimiento a requisitos más laxos, combinado con los actuales porcentajes de adultos con conocimientos básicos financieros (*financial literacy*) quizás sería más conveniente el establecimiento de límites de inversión siguiendo el modelo de Estados Unidos y no el actual aplicable en España⁹⁴².

No obstante, cierto sector doctrinal se mostraba crítico sobre el establecimiento de límites de la cantidad máxima que se podía invertir ya que consideraba que solo servía para limitar las potenciales pérdidas del inversor no acreditado⁹⁴³. El legislador americano ha optado por unos criterios más estrictos a nivel de límites cuantitativos a la hora de establecer la protección de los inversores, que su equivalente español, principalmente por la consideración de este mecanismo como una excepción al régimen de la oferta de valores⁹⁴⁴. En este sentido, consideramos que tal opción puede ser más conveniente en el contexto actual de la financiación participativa.

5. Periodo de reflexión contractual y posibilidad de cancelación del compromiso por parte de los inversores

Se establece, además, para la protección del inversor una disposición expresa relativa al periodo de reflexión contractual. De hecho, ya identificaba un sector doctrinal

⁹⁴² KLAPPER, L., LUSARDI, A., AND VAN OUDHEUSDEN, P., “Financial Literacy Around the World: Insights from the Standard & Poor’s Ratings Services Global Financial Literacy Survey”, 2015, p. 1-28, p.25 disponible en https://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/Finlit_paper_16_F2_singles.pdf, fecha de última consulta el 4 de julio de 2023, donde se recoge en la tabla Financial Literacy: A Country-by-Country Breakdown que España cuenta con un 49% de adultos con conocimientos financieros (*adults who are financially literate (%)*) mientras que Estados Unidos cuenta con un 57%.

⁹⁴³ Vid. GALACHO ABOLAFIO, A.F., ““Crowdfunding y shadow banking”: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 145, 2017, p.10.

⁹⁴⁴ PASTOR NÚÑEZ DE CASTRO, E., (2020), “Análisis de los límites de inversión”, *cit.*, p.1242-1243.

la importancia de regular un derecho de desistimiento incluso en relación con el proyecto de la Ley 5/2015⁹⁴⁵.

Se dispone al efecto que el promotor del proyecto se encuentra vinculado por las condiciones de la oferta desde que esta se publique en la plataforma hasta la fecha anterior de, bien la fecha de expiración de la oferta anunciada en la plataforma, bien la fecha en que se alcance el objetivo de financiación o, en el caso de que se dé un rango, cuando se alcance el objetivo de financiación máxima⁹⁴⁶. Se regula además como tal un período de reflexión precontractual, ya que se requiere al proveedor a establecerlo y se determina que, durante el mismo, a saber, cuatro días naturales contados desde el momento en que se efectuó la oferta de inversión o la expresión de interés, el inversor no experimentado podrá revocar su oferta de inversión sin necesidad de aducir ninguna causa ni de incurrir en penalización o sanción por ello⁹⁴⁷. Se concibe por tanto como un derecho de “desistimiento *ad nutum*” en el que el inversor puede desistir sin que se le penalice o sancione por ello⁹⁴⁸.

Deben, además, los proveedores de servicios tener un registro de las ofertas de inversión y de las expresiones de interés que reciban y de cuando las reciben para poder tomar así en consideración el periodo de reflexión precontractual⁹⁴⁹. Este mecanismo de establecer un periodo de reflexión de cuatro días tras realizar la expresión de interés en la inversión es como se ve, más complicado de gestionar por el proveedor de servicios de financiación participativa que su equivalente estadounidense dado que cada compromiso se habrá realizado en un momento distinto y el plazo habrá de computarse desde cuando se efectuó cada compromiso. Otorga además un periodo más limitado de reflexión (96 horas) que potencialmente el que se otorga en el ámbito de Estados Unidos donde se puede cancelar sin motivo hasta antes de las últimas 48 horas en que este vigente la oferta. La ventaja en ese caso es para el emisor quien puede tener una mejor visión de cómo

⁹⁴⁵ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El “Equity Crowdfunding” o financiación en masa”, *cit.*, p.34, quien entendía que “En todo caso, y para evitar dudas, creo que la norma debería regular el derecho de desistimiento, determinar que a partir de cuándo se puede ejercer, y el efecto sobre el proyecto si se desiste después de haberse cerrado.”

⁹⁴⁶ Artículo 22.1 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁹⁴⁷ Artículo 22 apartados 2 y 3 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁹⁴⁸ SÁNCHEZ RUIZ, M., "El equity crowdfunding en el Reglamento (UE) 2020/1503 sobre proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas", Derecho digital y nuevas tecnologías, Dir. Madrid Parra, A. y Alvarado Herrera, L., Ed. Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., marzo 2022, Recurso electrónico, epígrafe IV.2. [Periodo de reflexión precontractual].

⁹⁴⁹ Artículo 22.4 del Reglamento (UE) 2020/1503.

evoluciona su oferta, ya que en principio no debe sufrir una cancelación masiva en esas horas previas a las últimas 48 horas de la oferta, situación esta que sí se pudiese dar *a priori* en el caso estadounidense.

En cuanto a la comunicación en sí, se podrá comunicar la revocación de una oferta de inversión o de expresión de interés de las mismas maneras en la que se pueda recibir una oferta de inversión o manifestar su interés⁹⁵⁰. Además, se requiere que el proveedor de servicios informe de manera clara a los inversores no experimentados sobre el período de reflexión y las modalidades para revocar una oferta de inversión o una manifestación de interés, debiendo informar al inversor antes de que este comunique su oferta o interés sobre la existencia de un periodo de reflexión y la duración de este y las modalidades para revocar la oferta o interés e inmediatamente después de recibir la oferta o interés informar a través de la plataforma de que ha comenzado el período de reflexión⁹⁵¹.

La información del periodo precontractual de reflexión habrá de incluirse, además, en la ficha de datos fundamentales de la inversión. En ese sentido se establecen el anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119 la advertencia sobre el Período de reflexión precontractual para inversores no experimentados que habrá de incluirse. Dispone esta que “[l]os inversores no experimentados se benefician de un período de reflexión durante el cual pueden, en cualquier momento, revocar su oferta de inversión o manifestación de interés en la oferta de financiación participativa sin indicar el motivo y sin incurrir en una sanción. El período de reflexión comienza en el momento en que el inversor potencial no experimentado hace una oferta de inversión o indica su manifestación de interés y expira cuatro días naturales después”⁹⁵². Se deberán, además, incluir las modalidades a través de los cuales se puede ejercitar el derecho de revocación durante ese periodo de reflexión, e información sobre el proceso y consecuencias⁹⁵³. El Considerando 47 del Reglamento (UE) 2020/1503 establece la necesidad de que los proveedores de servicios de financiación participativa garanticen que no hay transferencia de fondos del inversor al proveedor ni ninguna transferencia al promotor antes que finalice el periodo de reflexión.

⁹⁵⁰ Artículo 22.5 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁹⁵¹ Artículo 22.6 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁹⁵² Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119.

⁹⁵³ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119.

Resulta interesante, como ha destacado la doctrina, que la Ley 22/2007 sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, que en principio se suele entender como requeridos de mayor protección, no otorga tal derecho de desistimiento al consumidor, mientras que el reglamento europeo 2020/1503 sí reconoce tal posibilidad al inversor no experimentado⁹⁵⁴.

Si bien con un enfoque relativamente parecido entre la regulación de España y Estados Unidos, parece que este último otorga mayor flexibilidad dado que se permite tal revocación del compromiso de inversión hasta antes de las 48 últimas horas de la oferta. Esto tiene sentido como se ha mencionado anteriormente ya que permite al inversor cancelar cuando el interés mostrado en la oferta no cumple sus propias expectativas, aunque sí cumpla el objetivo de financiación del proyecto marcado por el emisor. Es decir, en un caso en que la oferta de financiación este abierta durante 20 días con un objetivo de financiación de 40.000 euros o dólares, el inversor americano que invierta el primer día esperando que el objetivo de financiación sea ampliamente, superado y sea cercano a los 80.000 dólares (200% de la cantidad objetivo) podrá proceder a cancelar su

⁹⁵⁴ Ver PALÁ LAGUNA, R., "Nuevo régimen de los proveedores", *cit.*, p.5, en este sentido dispone la autora que "Si bien 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 experimentado por un plazo de cuatro días naturales desde «el momento de la oferta de inversión o de la expresión de interés por parte del inversor no experimentado potencial». Ver además en este sentido el artículo 10.2 apartado a) de la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, el cual establece que "2. El derecho de desistimiento no se aplicará a los contratos relativos a:

a) servicios financieros cuyo precio dependa de fluctuaciones de los mercados financieros que el proveedor no pueda controlar, que pudieran producirse durante el plazo en el transcurso del cual pueda ejercerse el derecho de desistimiento, entre ellos, las transacciones sobre:

- 1.º operaciones de cambio de divisas,
- 2.º instrumentos del mercado monetario,
- 3.º valores negociables,
- 4.º participaciones en instituciones de inversión colectiva,
- 5.º contratos financieros de futuros, incluidos los instrumentos equivalentes que impliquen una liquidación en efectivo,

- 6.º contratos de futuros sobre tipos de interés,

- 7.º contratos de permuta sobre tipos de interés, sobre divisas o los ligados a acciones o a un índice sobre acciones, opciones destinadas a la compra o venta de cualquiera de los instrumentos relacionados en los anteriores guiones, incluidos los instrumentos equivalentes que impliquen una liquidación en efectivo. Concretamente, se incluyen en esta categoría las opciones sobre divisas y sobre tipos de interés,

- 8.º contratos referenciados a índices, precios o tipos de interés de mercado,

- 9.º contratos vinculados, en los que, al menos, uno de los negocios jurídicos suponga una transacción de las mencionadas en los guiones anteriores. A los efectos de esta Ley, se considerarán contratos vinculados aquellos negocios jurídicos complejos resultado de la yuxtaposición de dos o más negocios jurídicos independientes, en los que, como resultado de esa yuxtaposición, la ejecución de uno dependa de la de todos los demás, ya sea simultánea o sucesivamente"

compromiso hasta antes del día 18, si la misma no está cumpliendo sus expectativas y apenas está superando el objetivo de financiación (41.000 dólares). Un inversor español, sin embargo, con las mismas expectativas, solo podrá cancelar hasta el 5 día (día de la inversión y los 4 naturales siguientes) por lo que se verá anclado a una inversión que cumple los objetivos de inversión (40.000 euros) pero que no ha generado la ilusión que se anticipaba (200% de la cantidad objetivo), lo cual puede ser interpretado como un signo de debilidad del proyecto. Mientras que el inversor estadounidense puede reconsiderar su inversión hasta casi el último momento con base a como haya evolucionado la campaña de *crowdfunding*, el español no parece contar con tal opción.

6. Ejercicio de reclamaciones por parte de los inversores

El Reglamento Europeo 2020/1503 contiene un artículo específico en relación con la tramitación de reclamaciones. Se establece al efecto que los proveedores de servicios dispondrán de procedimientos que permitan una tramitación rápida, imparcial y coherente de las reclamaciones recibidas debiendo, además, publicar la descripción de los procedimientos los cuales habrán de ser eficaces y transparentes, y se garantizará la posibilidad de que las reclamaciones se presenten de forma gratuita⁹⁵⁵.

Deberán poner a disposición de sus clientes una plantilla normalizada de reclamación y llevar registro de las reclamaciones y de las medidas adoptadas, debiendo investigar estas oportunamente y con imparcialidad y comunicando el resultado al reclamante dentro de un plazo razonable⁹⁵⁶. Se establece, además, que la AEVM “elaborará proyectos de normas técnicas de regulación para especificar los requisitos, formatos normalizados y procedimientos para la tramitación de las reclamaciones”⁹⁵⁷.

Se ha promulgado a tal efecto el Reglamento Delegado (UE) 2022/2117 de la Comisión de 13 de Julio de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican los requisitos, modelos de formatos y procedimientos para la tramitación de reclamaciones el cual entró en vigor a los veinte días de su publicación en

⁹⁵⁵ Artículo 7 apartado 1. y 2. del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁹⁵⁶ Artículo 7 apartado 3. y 4. del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁹⁵⁷ Artículo 7.5 del Reglamento (UE) 2020/1503.

el Diario Oficial de la Unión Europea⁹⁵⁸. Se entiende por reclamación “una declaración de insatisfacción dirigida a un proveedor de servicios de financiación participativa por uno de sus clientes en relación con la prestación de servicios de financiación participativa”⁹⁵⁹. Requiere, además, que los procedimientos de reclamaciones contengan al menos las condiciones para la admisión de las reclamaciones, indicación del carácter gratuito de la presentación y tramitación de las reclamaciones, descripción del procedimiento de presentación de reclamaciones y de la tramitación de estas, así como el plazo de notificación de la decisión al reclamante⁹⁶⁰. La información relativa a la presentación de reclamaciones habrá de incluir la indicación de que las reclamaciones han de presentarse conforme al modelo de plantilla que figura en el anexo del Reglamento, el tipo de información y pruebas a presentar por el reclamante, la identidad y los datos de contacto de la persona o departamento al que deban dirigirse las reclamaciones así como la plataforma, o sistema a través del cual se deban presentar y por último la lengua o lenguas en las se pueda presentar la reclamación⁹⁶¹.

Se permite que los proveedores de servicios puedan modificar de ser procedente los procedimientos de tramitación de reclamaciones y por tanto publicando la descripción actualizada estos en su sitio web⁹⁶². Se dispone asimismo que la descripción de los procedimientos de tramitación y la plantilla a utilizar o se publicarán en cada una de las lenguas de la ficha de datos fundamentales de la inversión o de las comunicaciones publicitarias, debiendo, además, velar por que los clientes puedan utilizar medios electrónicos para la presentación de las reclamaciones y en cualquiera de las lenguas mencionadas⁹⁶³.

Una vez presentada la reclamación se habrá de acusar recibo, por parte de los proveedores de servicios, de la reclamación e informar de la admisibilidad en un plazo de diez días hábiles desde la recepción y en caso de no admisión proporcionar una explicación clara de las razones de la inadmisibilidad⁹⁶⁴. El acuse de recibo deberá contener tanto el plazo en el que se notificará la decisión sobre la reclamación como la

⁹⁵⁸ Artículo 7 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2117.

⁹⁵⁹ Artículo 1.1 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2117.

⁹⁶⁰ Artículo 1.2 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2117.

⁹⁶¹ Artículo 1.2 c) del Reglamento Delegado (UE) 2022/2117.

⁹⁶² Artículo 1.3 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2117.

⁹⁶³ Artículo 1.4 y 2 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2117.

⁹⁶⁴ Artículo 3.1 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2117.

identidad, datos de contacto, dirección de correo electrónico y número de teléfono de la persona o departamento a la que se pueda dirigir una consulta sobre la reclamación⁹⁶⁵.

Una vez recibido una reclamación admisible se procederá a evaluar si esta está completa y contiene toda la información y las pruebas pertinentes, y en el caso que no sea así se requiriera inmediatamente la información adicional necesaria, a efectos de procurar recopilar y examinar toda la información necesaria para una correcta tramitación, debiendo, además, mantener informado al reclamante de cualquier medida adicional adoptada y atendiendo las solicitudes de información razonables de este⁹⁶⁶.

En cuanto a las decisiones de los proveedores sobre las reclamaciones planteadas estas habrán de comunicarse lo antes posible y en todo caso en el plazo indicado en los procedimientos y deben cubrir todos los puntos planteados y motivar los resultados de la investigación debiendo ser, además, consistente con cualquier decisión anterior adoptada a menos que las circunstancias concretas justifiquen una decisión diferente⁹⁶⁷.

De no poder comunicarse en el plazo previsto la decisión sobre la reclamación se deberá informar al reclamante del retraso y la fecha de la decisión⁹⁶⁸. En caso de que la decisión no subsane la reclamación o lo haga solo en parte deberá justificarse detalladamente, así como facilitar la información relativa a las vías de recurso⁹⁶⁹. Las comunicaciones por parte de los proveedores de servicios, bien por medios electrónicos o, a petición del reclamante, en papel, deberán realizarse con un lenguaje claro y se hará en la lengua en la que el reclamante haya presentado su reclamación⁹⁷⁰.

El Anexo contiene el modelo de formato para la presentación de reclamaciones y ha de contener la referencia completa de la inversión o del acuerdo al que se refiere la reclamación, la descripción del objeto de la reclamación, la fecha o fechas de los hechos que han generado la reclamación, la descripción de los daños, pérdidas o perjuicios causados, y otras observaciones o información pertinente⁹⁷¹.

Una vez expuesto el detallado régimen relativo a la interposición de reclamaciones, conviene destacar el hecho de que la regulación europea se ha centrado

⁹⁶⁵ Artículo 3.2 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2117.

⁹⁶⁶ Artículo 4 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2117.

⁹⁶⁷ Artículo 5.1 y 5.2 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2117.

⁹⁶⁸ Artículo 5.3 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2117.

⁹⁶⁹ Artículo 5.4 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2117.

⁹⁷⁰ Artículo 6 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2117.

⁹⁷¹ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2117.

nuevamente en aspectos relativos a los proveedores de servicios de financiación participativa, centrándose además en el aspecto formal de presentación de reclamaciones y el procedimiento a seguir, sin entrar, incluso con carácter ejemplificativo en cuales son las cuestiones sobre las que se pueden interponer tales acciones refiriéndose a la “prestación de servicios”. No contiene mención alguna sobre cuáles son las acciones que se pueden tomar en relación con los emisores en caso de incumplimiento o información inexacta u otros como sí se refiere la regulación americana. Esta última sí que establece con claridad que tipo de acciones se pueden interponer y en qué casos, además de las posibles opciones de resarcimiento. Otro aspecto a destacar es que se refiere, en el caso español principalmente, a quejas dirigidas al propio proveedor de servicios de financiación participativa, a saber “declaración de insatisfacción dirigida a un proveedor de servicios de financiación participativa”⁹⁷². También se podrá sin embargo presentar reclamaciones ante las autoridades competentes “en relación con las presuntas infracciones del [...] Reglamento cometidas por los proveedores de servicios de financiación participativa”⁹⁷³. Si bien no parece que haya preceptos relativos a ejercicio de acciones judiciales o que se interpongan en relación a los emisores, aspectos estos que quizás hubiera sido conveniente incluir más específicamente en la regulación de la financiación participativa.

El Reglamento establece, tan solo que los Estados miembros deben velar por que las disposiciones sobre responsabilidad civil se apliquen a las personas responsables de la ficha de datos fundamentales de la inversión como mínimo en los casos en que la información sea engañosa o inexacta, u omita datos fundamentales necesarios a la hora de considerar la financiación del proyecto⁹⁷⁴. Se hubiera agradecido mayor detalle en cuanto a la posibilidad de ejercer estas acciones, incluso a efectos de reforzar la confianza de los inversores que utilicen el mecanismo de financiación participativa.

⁹⁷² Artículo 1.1 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2117.

⁹⁷³ Artículo 38.1 del Reglamento (UE) 2020/1503.

⁹⁷⁴ Artículo 23.10 del Reglamento (UE) 2020/1503.

7. Ejercicio de los derechos de los inversores en proyectos de financiación participativa

Conviene destacar que en los casos de *equity crowdfunding* “[...] dado que el inversor adquiere una participación en el capital, se convierte en socio del promotor-emisor, y tiene por lo tanto todos los derechos y obligaciones que como tal le correspondan legalmente [y estos] dependerán a su vez de la forma jurídica que adopte el promotor y del tipo de instrumento que adquiera”⁹⁷⁵. La doctrina ha entendido esta adquisición de la condición de socio como una “democratización” de las inversiones que tradicionalmente estaban limitados a los más próximos al promotor o a inversores especializados⁹⁷⁶.

Se ha de reconocer que factores como la propiedad y la estructura de capital de una empresa son elementos fundamentales para tomar en consideración por los inversores potenciales antes de proceder con una inversión ya que facilita información esencial sobre la estructura de propiedad de la empresa, los términos y condiciones de los valores que se ofrecen y los riesgos potenciales asociados con la citada inversión. La descripción detallada de los valores que se ofrecen es posiblemente la información más básica y necesaria a efectos de poder evaluar una inversión, tanto el valor de esta como los potenciales riesgos asociados con ella. Las diversas restricciones o limitaciones de los derechos inciden en cómo el inversor va a poder controlar su riesgo y exposición. La existencia de limitaciones en los derechos de voto influyen decisivamente en el proceso de toma de decisiones de la empresa y, si bien la concepción general es que en las inversiones de financiación participativa se van a adoptar posiciones más pasivas por los inversores no acreditados en el ejercicio de sus derechos, esto puede ser una asunción no totalmente cierta.

Esto es así especialmente si tomamos en consideración el diferente trato existente en la legislación española y en la estadounidense a efectos de los límites en las inversiones. Dado que la española no establece un límite “efectivo” a las cantidades a invertir es razonable entender que aquellos inversores que opten por invertir cantidades mayores tendrán un mayor aliciente a un control mayor y a mayores posibilidades en el

⁹⁷⁵ ESTEVAN DE QUESADA, C., “Crowdfunding financiero en la Unión Europea”, *cit.*, p.33.

⁹⁷⁶ SÁNCHEZ RUÍZ, M., “La (débil) posición jurídica del socio”, *cit.*, p.1147.

ejercicio de los derechos, dado que su exposición a los riesgos es precisamente mayor. Otro riesgo derivado de la composición de capital y de los términos de la suscripción es el riesgo de dilución a través de emisiones futuras, lo que puede implicar un impacto negativo en el rendimiento potencial de la inversión para los inversores, así como de sus derechos. A efectos de hacer frente a los riesgos de dilución se aduce por algún autor la posibilidad de establecer en los estatutos un derecho de adquisición preferente para los supuestos de aumento de capital por compensación de créditos⁹⁷⁷.

También se entiende como básico para el inversor entender qué impacto puede tener en su inversión y derechos el ejercicio de los derechos de los principales accionistas del emisor. Ligado con ello se plantea la necesidad de facilitar el nombre de aquellos que sean los beneficiarios finales del 20 por ciento o más de los valores de capital con derecho a voto en circulación del emisor, ya que tal nivel de participación, y por así decir “poder” les permite comprender mejor la posible influencia de estos en la empresa, y, por ende, en sus inversiones.

En este contexto, posiblemente la regulación española en cuanto al *crowdfunding* o financiación participativa incide más en la regulación del ejercicio de los derechos por parte de los inversores de lo que comparativamente lo hace la estadounidense. En cuanto a la regulación actual esta se encuentra contenida en el Reglamento (UE) 2020/1503, donde en su anexo incluye un apartado específico, la parte F, relativa a los derechos del inversor. En esta se hace referencia a la necesidad de que se incluya la información relativa a los derechos principales inherentes a los valores negociables o los instrumentos admitidos para la financiación participativa⁹⁷⁸. Se ha de incluir la información relativa a las posibles restricciones derivadas de pactos parasociales u otros a las que se sujeten los valores negociables o los instrumentos admitidos para *crowdfunding* y que limiten o restrinjan la negociabilidad de estos, así como la descripción de cualquier restricción a la negociación⁹⁷⁹. Se ha de incluir, además, la información relativa a las posibilidades que tiene el inversor para desinvertir⁹⁸⁰. Igualmente, se requiere que se informe, entre otros aspectos, de “la distribución del capital y los derechos de voto antes y después de la

⁹⁷⁷ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El “Equity Crowdfunding” o financiación en masa”, *cit.*, p.48.

⁹⁷⁸ Anexo del Reglamento (UE) 2020/1503 Parte F apartado a).

⁹⁷⁹ Anexo del Reglamento (UE) 2020/1503 Parte F apartado b) y c).

⁹⁸⁰ Anexo del Reglamento (UE) 2020/1503 Parte F apartado d).

ampliación de capital resultante de la oferta (suponiendo que se suscriban todos los valores negociables o los instrumentos admitidos para la financiación participativa)”⁹⁸¹.

Resulta destacable que la anterior regulación de la Ley 5/2015 contenía una previsión, quizás más extensa, en cuanto a la configuración estatutaria de los derechos del socio, a efectos precisamente de proteger los intereses de aquellos inversores que a través de su inversión se convertirán en socios o partícipes de la empresa. De ahí que se estableciera la necesidad de que derechos como el de asistencia a la junta telemáticamente debieran ser previstos y reconocidos obligatoriamente en los estatutos, dado que, si la inversión y adquisición de la condición de socio se realiza por medios telemáticos, lógico es que el ejercicio de esa condición sea también por medios telemáticos⁹⁸². Junto con ello se ha de reconocer la posibilidad, por ejemplo, de ser representado en la junta por cualquier persona, así como la necesaria comunicación de los pactos parasociales⁹⁸³.

En este sentido, la redacción original de la Ley 5/2015 establecía la necesidad de que se facilitara a los inversores cierta información sobre la oferta de valores, que incidía en la posibilidad y términos de ejercicio de los derechos por parte de los inversores. Como tal se prescribía la necesidad de describir tanto los derechos vinculados a los valores como su forma de ejercicio, incluyendo cualquier limitación en el ejercicio de esos derechos, entre ellas la información sobre la amortización y remuneración de los valores, pactos de recompra y limitaciones a la venta⁹⁸⁴.

Dada la relevancia de los estatutos sociales de los promotores para el ejercicio de los derechos de los inversores se establecía que, o bien en estos, o en su caso en el reglamento de la junta de los promotores con carácter societario, se estableciesen ciertas previsiones en cuanto al ejercicio de los derechos tales como reconocer el derecho de asistencia a la junta de la sociedad por medios telemáticos, así como el derecho de representación en la junta general por cualquier persona⁹⁸⁵. El reconocimiento de ambos

⁹⁸¹ Anexo del Reglamento (UE) 2020/1503 Parte F apartado e).

⁹⁸² Ver en este sentido VERDÚ CAÑETE, M.J., “Promotores y Proyectos”, *cit.*, epígrafe II.2.2 [Especialidades para sociedades de capital. Derechos de los socios.]

⁹⁸³ Ver en este sentido VERDÚ CAÑETE, M.J., “Promotores y Proyectos”, *cit.*, epígrafe II.2.2 [Especialidades para sociedades de capital. Derechos de los socios.]

⁹⁸⁴ Artículo 79 de la Ley 5/2015 en su redacción original.

⁹⁸⁵ Artículo 80.1 a) y b) de la Ley 5/2015 en su redacción original. En este sentido ver GALEOTE MUÑOZ, M.P., “Equity Crowdfunding: Agentes”, *cit.*, p.231, la cual establece que: “En relación a los promotores con carácter societario, deberán regular los siguientes derechos de los socios. – El derecho de asistencia a la junta por medios telemáticos en los términos previstos en el artículo 182 de la LSC. – El derecho de representación en la junta general por cualquier persona. -Debe recogerse que los pactos parasociales habrán de ser comunicados inmediatamente a la propia sociedad y por esta al resto de socios”.

derechos se consideraba esencial para los inversores en proyectos de financiación participativa precisamente por el modo en que estas inversiones se instrumentalizan, que no es sino a través de internet.

La flexibilidad en la representación, así como la posibilidad de asistir a las juntas por medios telemáticos son básicas para que los inversores tengan opciones reales de participar y ejercer sus derechos como partícipes de esta. Hasta la reforma de 2022, se requería expresamente por la legislación, además, que los pactos parasociales que incidieran sobre aspectos esenciales como son el derecho de voto en juntas generales o la transmisibilidad de las acciones, participaciones sociales u otros valores representativos debieran comunicarse a la sociedad y al resto de socios⁹⁸⁶. A efectos de mayor protección para los inversores se declaraba la nulidad las cláusulas estatutarias que vulneren estas disposiciones⁹⁸⁷.

En la actualidad, las previsiones del Reglamento (UE) 2020/1503 sobre estas cuestiones se completan con el Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, el cual establece en su Anexo en el apartado F la necesidad de que en la ficha de los datos fundamentales de la inversión se incluyan la información relativa a los derechos del inversor así como información relativa a los derechos principales inherentes a los valores negociables o los instrumentos admitidos para la financiación participativa. Se requiere que en la ficha se incluya la información relativa a los derechos principales inherentes a los instrumentos agrupándolos por tipos⁹⁸⁸. Se habrá de incluir la información relativa a los siguientes derechos: derecho al dividendo, de voto, de acceso a la información, derechos preferentes en las ofertas de suscripción de valores de la misma clase, de participación en los beneficios del emisor, de participación en cualquier excedente en caso de liquidación; de reembolso, de conversión o de desprenderse de la inversión de forma conjunta en caso de que se produzca un hecho generador (es decir, cambio de control, derechos de acompañamiento)⁹⁸⁹.

Con impacto también en el ejercicio de los derechos, y, por ende, incluido en los requisitos de información a los inversores son las restricciones a las que están sujetos los valores negociables o los instrumentos admitidos para la financiación participativa y las

⁹⁸⁶ Artículo 80.1 c) de la Ley 5/2015 en su redacción original.

⁹⁸⁷ Artículo 80.2 de la Ley 5/2015 en su redacción original.

⁹⁸⁸ Reglamento Delegado (UE) 2022/2119 Anexo en el apartado F.

⁹⁸⁹ Reglamento Delegado (UE) 2022/2119 Anexo en el apartado F letra a).

restricciones a la libre transmisibilidad de estos. Se deberá por tanto incluir una descripción de los acuerdos que impidan o de cualquier modo limiten la transferibilidad de los valores o instrumentos, así como de la existencia de aquellas cláusulas que restrinjan el derecho a su venta, así como la descripción de otras restricciones a las que estén sujetos. Entre las cláusulas de enajenación forzosa a describir y a informar de sus condiciones financieras se destacan por ejemplo las cláusulas de exclusión, de recompra o los derechos de arrastre⁹⁹⁰.

Dentro de los aspectos prácticos mencionados por la doctrina en el ejercicio de los derechos de socio se destacan tanto los derivados de las convocatorias de junta a través de página web y asistencia a esta por medios telemáticos, conforme a previsiones estatutarias derivadas de los artículos 173 y 182 de la Ley de Sociedades de Capital respectivamente, como la posibilidad de comunicaciones con los socios a través de medios electrónicos (artículo 11 quater de la LSC) o la problemática derivada de la suscripción de los títulos por los socios y la formalización en escritura pública en la que basta que comparezca el administrador⁹⁹¹. Tal diferencia de regulación entre ambos ordenamientos se hace evidente por los preceptos dedicados a este actor por una y otra legislación y especialmente y como destaca la doctrina los problemas que se plantean tras el cierre de las campañas de *crowdfunding* al no existir disposiciones específicas que habiliten el ejercicio en la práctica de los derechos derivados de la condición de socio adquiridos en este tipo de operaciones⁹⁹².

8. Protección de datos de los inversores en proyectos de financiación participativa

El análisis del tratamiento y protección de datos no es objeto de estudio pormenorizado en el presente trabajo, de ahí que se tratará someramente⁹⁹³. La protección de los datos de los inversores que sean facilitados a los proveedores de servicios de financiación es asimismo otra manifestación esencial de la protección de los inversores

⁹⁹⁰ Reglamento Delegado (UE) 2022/2119 Anexo en el apartado F letra b) y c).

⁹⁹¹ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El “Equity Crowdfunding” o financiación en masa”, *cit.*, p.51-53.

⁹⁹² SÁNCHEZ RUIZ, M, “Digitalización de sociedades y equity *crowdfunding*”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 29/2021, N° 29, 1 de jul. de 2021, Editorial Wolters Kluwer, p.1-16, p.7.

⁹⁹³ Para ver más en este sentido *vid.* entre otros SANTAMARIA RAMOS, F.J., “Protección de datos”, *cit.*

si bien no tanto en el plano económico. Dispone el Considerando 73 del Reglamento (UE) 2020/1503 en relación con la protección y tratamiento de los datos personales que se deberá estar a lo dispuesto en el Reglamento (UE) 2016/679 del Parlamento Europeo y del Consejo y en el caso de la transmisión de información por la AEVM a lo establecido en el Reglamento (UE) 2018/1725 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Entiende la doctrina que los datos que se recaben a través de las plataformas de financiación participativa deberán cumplir los principios de tratamiento de datos y entre ellos que los datos que se recojan “sean efectivamente necesarios por ser adecuados, pertinentes y no excesivos”⁹⁹⁴. Se requiere además que no se utilicen para finalidades incompatibles con su recogida, requiriéndose por tanto una finalidad explícita para la recogida⁹⁹⁵. Los inversores deberán ser informados, previamente y de forma expresa e inequívoca, sobre la captación de datos y se requerirá su consentimiento expreso, debiéndose contar además con las medidas de seguridad adecuadas para garantizar la seguridad de estos y evitar su alteración, pérdida, tratamiento o acceso no autorizado⁹⁹⁶.

En el caso de los proveedores de financiación participativa resulta interesante asimismo la necesidad de que la cesión o comunicación de los datos solo se puedan comunicar o ceder en el caso de que el interesado proporcione su consentimiento previamente, si bien con un par de excepciones aplicables a los casos de financiación participativa. Por un lado, “[l]os datos que se recaben por el responsable del tratamiento con ocasión de la celebración de un contrato o precontrato o de la existencia de una relación comercial, laboral o administrativa de la que sea parte el afectado y sean necesarios para su mantenimiento o cumplimiento” o cuando “la cesión responda a la libre y legítima aceptación de una relación jurídica cuyo desarrollo, cumplimiento y control comporte la comunicación de datos”⁹⁹⁷. Los proveedores de servicios de financiación participativa son los encargados del tratamiento de datos personales⁹⁹⁸. Ello conlleva la necesidad de que

⁹⁹⁴ SANTAMARIA RAMOS, F.J., “Protección de datos en las plataformas de crowdfunding”, *Crowdfunding: Aspectos Legales.*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico, Epígrafe II.1 [Calidad de los datos].

⁹⁹⁵ SANTAMARIA RAMOS, F.J., “Protección de datos”, *cit.*, epígrafe II.2 [Finalidad].

⁹⁹⁶ SANTAMARIA RAMOS, F.J., “Protección de datos”, *cit.*, Epígrafe II.5 [Información en la captación de los datos], II.6 [Consentimiento], y II.8 [Seguridad de los Datos].

⁹⁹⁷ SANTAMARIA RAMOS, F.J., “Protección de datos”, *cit.*, epígrafe II.10 [Cesiones o comunicaciones de datos].

⁹⁹⁸ *Vid.* en este sentido SANTAMARIA RAMOS, F.J., “Protección de datos”, *cit.*, epígrafe II.11 [Encargados de tratamiento], si bien hace referencia a los titulares de las plataformas de crowdfunding ha de entenderse que en la actualidad es los proveedores de servicios de financiación.

notifiquen sus ficheros de datos de carácter personal a la Agencia Española de Protección de datos y esta notificación se efectúe con carácter previo a la creación, así como que se encuentre en todo momento actualizada⁹⁹⁹.

9. Agrupación de inversores

Como se deriva de los apartados anteriores, el legislador estadounidense no ha realizado una regulación de las agrupaciones de inversores como se efectúa en el caso español. Sin embargo, sí que ha entrado a regular los *crowdfunding vehicles* que pueden cumplir una función similar. La regulación estadounidense no entra por tanto a regular un mecanismo similar a lo que son las agrupaciones de inversores establecidas en la Ley 18/2022, entendiéndose posiblemente que la citada agrupación no requiere de una regulación y que la misma se puede regir por otros preceptos aplicables ya existentes, tales como los propios *crowdfunding vehicles*.

El legislador español ha optado, sin embargo, por la regulación específica de esta figura para asimilar el ordenamiento español a otros países del entorno, pero también por las ventajas para la financiación participativa. Las agrupaciones de inversores permiten un mayor poder adquisitivo y por tanto la posibilidad de participar en campañas más costosas que no estuvieran al alcance de inversores individuales. Se puede contar, además, con una mayor experiencia y conocimiento derivado de los distintos inversores que conforman la agrupación y pueden contar, además, con una mayor capacidad de negociación que si fuesen inversores individuales.

Se establece por tanto la posibilidad de que los proveedores de servicios de financiación participativa hagan uso de esta posibilidad otorgada en el artículo 56 de la Ley 5/2015 en su redacción dada por la Ley 18/2022, a saber, “mecanismos, gestionados por la propia plataforma de financiación participativa, para agrupar a los inversores”, y procedan a agrupar a los inversores.

En este sentido se establece que se podrá efectuar a través, bien de una sociedad de responsabilidad limitada, cuyo objeto social y única actividad consista en ser tenedora de las participaciones de la empresa en que se invierte, bien de una entidad sujeta a la

⁹⁹⁹ Vid. en este sentido SANTAMARIA RAMOS, F.J., “Protección de datos”, *cit.*, epígrafe IV [Notificación e inscripción de ficheros].

supervisión de la CNMV, del Banco de España o de la DGSFP, o bien a través de otras figuras que se utilicen habitualmente para estos fines en otros países de la Unión Europea¹⁰⁰⁰. Se introduce en la última parte del precepto cierta flexibilidad al establecer que la participación de los inversores se pueda realizar por cualquier medio permitido por el mecanismo utilizado y por la legislación aplicable al mismo¹⁰⁰¹. En cuanto al momento en el que se ha de prever la posibilidad de la agrupación se establece en el propio artículo 56 de la Ley 5/2015, último inciso, que la agrupación “podrá tener lugar una vez finalizada la financiación, siempre que la posibilidad de agrupación se hubiera previsto en los contratos de la PFP con los inversores”.

El Preámbulo de la Ley 18/2022 aclara en relación a la introducción de esta novedad legislativa que, aunque esta opción no estaba prohibida, no se había instrumentalizado en la práctica, de ahí que el legislador haya optado por una mención expresa para según el mismo asimilar “el ordenamiento jurídico español al de otros países de nuestro entorno, e impulsar una medida que puede tener efectos positivos sobre el crecimiento y el funcionamiento de las plataformas de financiación participativa”¹⁰⁰². La citada figura es creada por la propia Ley 18/2022 pero que no se encuentra recogida, como se aprecia, ni en la propia Ley 5/2015 en su redacción original ni en el Reglamento europeo¹⁰⁰³.

Si bien se crea tal figura, no se aclara nada en cuanto a su régimen jurídico por lo que se asume que se configurará usualmente como una sociedad de responsabilidad limitada, potencialmente creada por el propio proveedor de servicios de financiación participativa (así se puede deducir del “...podrán utilizar mecanismos, gestionados por la propia plataforma”), cuyo objeto social y única actividad sea la tenencia de las participaciones de la sociedad promotora en la que se invierte a través del correspondiente proyecto de financiación participativa. Parece entenderse que esta sociedad de responsabilidad limitada será la que tenga la tenencia, en el sentido de que ostente la propiedad de los valores adquiridos, y sea esta la que en su caso ejercite los derechos de socio, teniendo los inversores originalmente en principio, una participación no en la sociedad-promotora del proyecto sino en la sociedad de responsabilidad limitada creada

¹⁰⁰⁰ Artículo 56 de la Ley 5/2015 en su redacción dada por la Ley 18/2022.

¹⁰⁰¹ Artículo 56 de la Ley 5/2015 en su redacción dada por la Ley 18/2022.

¹⁰⁰² Sección II del Preámbulo de la Ley 18/2022.

¹⁰⁰³ DIEZ SOTO, C.M., “La incidencia del derecho de consumo en el crowdfunding financiero”, *Cuadernos de Derecho Transnacional* (Marzo 2023), Vol. 15, Nº 1, pp. 313-355, p.350.

a efectos de la agrupación. No queda especialmente claro cómo se produce la agrupación de los inversores en el sentido de la transmisión de los valores originalmente adquiridos por los inversores a la sociedad creada al efecto, ya que esta puede constituirse con posterioridad a la financiación si se ha previsto así en los contratos con los inversores. Pese a que el artículo 56 de la Ley 5/2015 menciona tres opciones a efectos de la agrupación de inversores, es probable que la opción más utilizada en la práctica acabe siendo la de la sociedad de responsabilidad limitada, por ser *a priori* la más conocida y de potencial mayor uso, de ahí, que las referencias se hayan centrado en esta opción.

La exigua regulación de esta figura plantea muchos interrogantes de cómo va a operar en la práctica. Si bien parece orientarse a centralizar las relaciones del emisor solo con esa sociedad de responsabilidad limitada a efectos de ejercicio de los derechos, y por ende quizás a mejorar la eficiencia y capacidad de influencia de los inversores individuales de *crowdfunding* queda por ver cómo funcionará en la práctica. El legislador estadounidense por su parte sí que ha entrado por su parte a regular con más detalle los *crowdfunding vehicles*. Ha establecido diversos preceptos encaminados a respetar la “naturaleza instrumental” de estos de manera que cumplan su función a los inversores. De este modo, por ejemplo, no se les permite pedir prestado dinero, deben mantener el mismo ejercicio fiscal que el emisor, debe obtener del emisor toda la información que proceda y facilitarla a los inversores entre otras medidas¹⁰⁰⁴. El análisis más detallado de esta figura se realiza en el Capítulo Quinto.

¹⁰⁰⁴ Ver Sección 270.3a-9 del Título 17 del CFR.

CAPITULO QUINTO. PROMOTORES, PROYECTOS Y VALORES

I. PROMOTORES DE PROYECTOS

1. Régimen jurídico de los emisores en Estados Unidos

1.1 Regulación de los emisores de valores en operaciones de crowdfunding

Es importante destacar que la regulación del ámbito europeo se encuentra marcadamente enfocada a la regulación de los intermediarios, que ha sido la opción adoptada por gran número de legislaciones nacionales, y no de regular el *crowdfunding* en su totalidad¹⁰⁰⁵. El caso de Estados Unidos es sin embargo distinto en el sentido de que su regulación sí que establece preceptos dedicados al régimen y requisitos de los emisores en operaciones de *crowdfunding*. Conviene destacar en primer lugar cómo la regulación estadounidense utiliza la terminología de emisores al referirse a los supuestos de *crowdfunding* regulados en la *JOBS Act*, derivado precisamente del hecho de que esta enfoca el *crowdfunding* como una excepción a las reglas de emisiones de valores.

En relación con el ámbito subjetivo de aplicación de la regulación relativa al *crowdfunding*, se establece el ámbito negativo de tal aplicación en la sección 77d-1(f). Tal sección establece que la sección del *crowdfunding* no resulta aplicable a las transacciones que conlleven oferta y venta de valores por cualquier emisor que no esté organizado bajo, y sometido a, las leyes de uno de los estados o territorios de los Estados Unidos o del Distrito de Columbia; esté sometido al requisito del envío de ciertos informes; sea una sociedad de inversiones, o está excluida de la definición de sociedad de inversiones por ciertas secciones; o bien que la SEC por regla o reglamento lo determine apropiadamente¹⁰⁰⁶.

¹⁰⁰⁵ ESTEVAN DE QUESADA, C., “Crowdfunding financiero en la Unión Europea”, *cit.*, p.35.

¹⁰⁰⁶ Sección 77d-1(f) del Título 15 del U.S. Code, la cual establece que “77d(6) *1 of this title shall not apply to transactions involving the offer or sale of securities by any issuer that— (1) is not organized under and subject to the laws of a State or territory of the United States or the District of Columbia; (2) is subject to the requirement to file reports pursuant to section 78m of this title or section 78o(d) of this title; (3) is an investment company, as defined in section 80a–3 of this title, or is excluded from the definition of investment company by section 80a–3(b) of this title or section 80a–3(c) of this title; or (4) the Commission, by rule or regulation, determines appropriate.*” En cuanto a los informes a los que se hace referencia son aquellos informes periódicos requeridos por la sección 78m - *Periodical and other reports* y la Sección 78o(d) si bien esta aparece ahora sin contenido. En cuanto a los tipos de sociedades que se mencionan el propio

En similar sentido en el Título 17 del CFR se establece que la exención de *crowdfunding* no se aplica a transacciones en las que se den los tres supuestos mencionados en la Sección 77d-1(f) del Título 15 del *U.S. Code* y tampoco resultará de aplicación en los casos en los que el emisor no pueda actuar por una inhabilitación como se deriva de la sección 227.503(a)¹⁰⁰⁷.

Tampoco se podrá usar la excepción de *crowdfunding* en los casos en que el emisor haya vendido valores conforme a la sección de *crowdfunding* y no haya presentado ante la SEC ni proporcionado a los inversores, en la medida requerida, los informes anuales en curso durante los dos años inmediatamente anteriores a la presentación de la declaración de oferta¹⁰⁰⁸. Si bien en este caso el emisor puede volver a hacer uso de la exención de *crowdfunding* una vez que haya presentado ante la SEC y proporcionado a los inversores los informes¹⁰⁰⁹. Tampoco podrá el emisor hacer uso de la exención de *crowdfunding* si no tiene un plan de negocios específico o ha indicado que su plan de negocios es participar en una fusión o adquisición con una empresa o empresas no identificadas¹⁰¹⁰.

Por tanto, algunas empresas no son elegibles para utilizar la exención del *crowdfunding* a saber: las empresas no estadounidenses; las que ya son empresas de informes de la *Exchange Act*; determinadas sociedades de inversión; empresas que están descalificadas/inhabilitadas bajo las reglas de descalificación de la regulación del *crowdfunding*; las empresas que no han cumplido con los requisitos de presentación de informes anuales en virtud de la regulación de *crowdfunding* durante los dos años inmediatamente anteriores a la presentación de la declaración de oferta; y las empresas que no tienen un plan de negocios específico o que han indicado que su plan de negocios es participar en una fusión o adquisición con una empresa o empresas no identificadas¹⁰¹¹.

La regulación del *crowdfunding* establece, asimismo, los requisitos necesarios para los emisores en la sección 77d-1(b). A tal efecto, se establece que a los efectos de la

precepto se refiere a las Secciones que la regulan. En este sentido, la compañía de inversión se define en la sección 80a-3, o se encuentra excluida de la definición de compañía de inversión por las Secciones 80a-3(b) o 80a-3(c).

¹⁰⁰⁷ Sección 227.100(b)(4) del Título 17 CFR.

¹⁰⁰⁸ Sección 227.100(b) (5) del Título 17 CFR.

¹⁰⁰⁹ Instrucción a la sección 227.100(b)(5) del Título 17 CFR.

¹⁰¹⁰ Sección 227.100(b)(5) del Título 17 CFR.

¹⁰¹¹ *Checklists for Corporate, cit.*, epígrafe 12:22. [Crowdfunding: A small entity compliance checklist for issuers].

sección que regula el *crowdfunding*, un emisor que ofrezca o venda valores deberá presentar a la SEC y proporcionar a los inversores y al corredor o portal de financiación pertinente, y poner a disposición de posibles inversores cierta información. La información que en todo caso deberá facilitar el emisor consiste en la básica para identificar cuál es su condición y negocio. Debe por tanto facilitar, el nombre, el estado legal, la dirección física y la dirección del sitio web del emisor; los nombres de los directores y oficiales (y cualquier persona que ocupe un estado similar o desempeñe una función similar), y cada persona que posea más del 20 por ciento de las acciones del emisor; una descripción del negocio del emisor y el plan comercial anticipado del emisor; y una descripción de la condición financiera del emisor¹⁰¹².

Respecto este último requisito, la descripción de la condición financiera del emisor, si bien puede ser considerado bastante oneroso es cierto que proporciona la información más clara al inversor para hacerse una idea de donde va a invertir y cuál es la situación económica del emisor.

La información, que debe ser contenida en los estados financieros, variará según la cuantía de la emisión, de manera que en emisiones donde la solicitud de la información sea mayor, mayor serán también los requisitos relativos a la descripción de la situación financiera del emisor. Se establece por tanto una diferente clasificación según si las ofertas, junto con todas las otras ofertas del emisor bajo la sección de *crowdfunding* dentro del período anterior de 12 meses, tienen, en conjunto objetivos de ciertas cantidades¹⁰¹³.

En la redacción de la Sección 77d-1 (b) (1) (D) las cantidades se referían \$100.000 o menos, más de \$100.000 pero no más de \$500.000 o de más de \$500.000 si bien estas cantidades han sido actualizadas, y estas y la regulación de la sección 227.201(t) se analizará con detalle más adelante. En cuanto a qué se ha de entender como control, se entiende que es tal la posesión, directa o indirecta, del poder para dirigir o generar la dirección de la gestión y las políticas de la entidad, ya sea a través de la propiedad de valores con derecho a voto, por contrato o de otra manera¹⁰¹⁴.

Además, se establece en la sección que los emisores deberán presentar, asimismo, una descripción del propósito declarado y el uso previsto del producto obtenido; así como el monto de la oferta objetivo, la fecha límite para alcanzar el monto de la oferta objetivo

¹⁰¹² Sección 77d-1 (b) (1) del Título 15 U.S. Code.

¹⁰¹³ Sección 77d-1 (b) (1) (D) del Título 15 U.S. Code.

¹⁰¹⁴ Instrucción a la sección 227.100(c) del Título 17 CFR.

y las actualizaciones periódicas sobre el progreso del emisor para cumplir con el monto de la oferta objetivo. Se requiere, asimismo, declarar el precio al público de los valores o el método para determinar el precio, siempre que, antes de la venta, cada inversor reciba por escrito el precio final y todas las revelaciones requeridas, con una oportunidad razonable de rescindir el compromiso de comprar los valores; una descripción de la propiedad y la estructura de capital del emisor, y por último cualquier otra información que la Comisión pueda prescribir, para la protección de los inversores y en interés público¹⁰¹⁵.

En relación a la descripción de la propiedad y a la estructura de capital del emisor esta debe incluir a) los términos de los valores del emisor que se ofrecen y de cada clase de valores del emisor, incluyendo cómo se pueden modificar dichos términos, y un resumen de las diferencias entre dichos valores, incluyendo cómo los derechos de los valores que se ofrecen pueden ser materialmente limitados, diluidos o restringidos por los derechos de cualquier otra clase de valores del emisor; b) una descripción de cómo el ejercicio de los derechos en poder de los principales accionistas del emisor podría tener un impacto negativo en los compradores de los valores que se ofrecen; c) el nombre y el nivel de propiedad de cada accionista existente que posea más del 20 por ciento de cualquier clase de valores del emisor; d) cómo se valoran los valores que se ofrecen, y ejemplos de métodos de cómo el emisor puede valorar dichos valores en el futuro, incluso durante acciones corporativas posteriores; y e) los riesgos para los compradores de los valores relacionados con las propiedades minoritarias existentes en el emisor, los riesgos asociados con las acciones corporativas, incluyendo emisiones adicionales de acciones, una venta del emisor o de activos del emisor, o transacciones con partes relacionadas¹⁰¹⁶.

Además, se establece que un emisor que ofrezca o venda valores no debe publicitar los términos de la oferta, a excepción de los avisos que dirigen a los inversores al portal de financiación o intermediario, ni compensar ni comprometerse a compensar, directa o indirectamente, a ninguna persona para promocionar sus ofertas a través de los canales de comunicación proporcionados por un corredor o portal de financiación, sin tomar los pasos que la SEC deberá, por regla, requerir para asegurarse de que dicha persona divulgue claramente el recibo, pasado o futuro, de dicha compensación, sobre

¹⁰¹⁵ Sección 77d-1(b) del Título 15 U.S. Code.

¹⁰¹⁶ Sección 77d-1 (b) (1) (H) del Título 15 U.S. Code.

cada instancia de comunicación promocional¹⁰¹⁷. Se requiere, además, que no menos de una vez al año, el emisor debe presentar a la SEC y proporcionar a los inversores informes de los resultados de las operaciones y los estados financieros del emisor, que la SEC regulará por regla, según proceda, con sujeción a las excepciones y fechas de terminación que la SEC pueda establecer, por regla¹⁰¹⁸.

Dado que la exención de *crowdfunding* fue diseñada según la SEC para ayudar a aliviar la brecha de financiación y las preocupaciones regulatorias que las acompañan de ahí que la Comisión entendiera que los emisores no deberían “perder la exención de la Sección 4(a)(6) debido a un incumplimiento que no sea significativo con respecto a la oferta como en su totalidad, siempre que el emisor, de buena fe, haya intentado cumplir con las normas”¹⁰¹⁹. Por ello la Regla 227.502, determinó que el incumplimiento de un término de regulación del *crowdfunding* no resultará en la pérdida de la exención, si el emisor demuestra que el incumplimiento fue insignificante con respecto a la oferta en su conjunto; que hizo un intento razonable de cumplir de buena fe; y que no sabía de tal incumplimiento si este fue el resultado del incumplimiento por parte del intermediario para cumplir con los requisitos de la Sección 4A(a) de la *Securities Act* y las reglas relacionadas, o tal incumplimiento por el intermediario se produjo únicamente en ofertas distintas de la oferta del emisor¹⁰²⁰. Ahora bien, es importante entender que ello no impide que la SEC pueda ejercitar alguna acción para obtener reparación adecuada por la falta del emisor a cumplir con todos los términos, condiciones y requisitos de la regulación del *crowdfunding* (“*of this part*”)¹⁰²¹.

Con relación a los requisitos relativos a estados contables, conviene mencionar que tanto las revisiones como las auditorías son servicios de garantía que son proporcionados en el caso de los Estados Unidos por un contable público certificado independiente (*independent certified public accountant - CPA*) siendo la auditoría más estricta ya que abarca todos los aspectos materiales y formales mientras que la revisión

¹⁰¹⁷ Sección 77d-1 (b) (3) del Título 15 U.S. Code.

¹⁰¹⁸ Sección 77d-1 (b) (4) del Título 15 U.S. Code.

¹⁰¹⁹ *Vid.* BLOOMENTHAL, H.S., WOLFF, S., *Securities and Federal Corporate Law*, epigrafe 3:52.64. [Insignificant deviations from crowdfunding regulations], Thomson Reuters, February 2020 Update, Recurso electrónico, fecha de última consulta el 26 de abril de 2020.

¹⁰²⁰ *Vid.* BLOOMENTHAL, H.S., WOLFF, S., *Securities and Federal, cit.*, epigrafe 3:52.64. [Insignificant deviations from crowdfunding regulations].

¹⁰²¹ Sección 227.502(b) del Título 17 CFR.

se centra en la presentación en forma de los estados contables¹⁰²². Debido a que las auditorías son más detalladas y entran en el ámbito material son significativamente más caras que las revisiones por lo que los emisores sometidos a la *JOBS Act* no tienen realmente incentivos para elegir tener los estados contables auditados a menos que sean requeridos por otros motivos¹⁰²³.

Entiende algún autor que la posibilidad de un fraude mayor no es exclusiva de la exención prevista en el *JOBS Act*¹⁰²⁴. Además, la implementación de las reglas de la SEC si bien se han establecido para la protección de los inversores ello se ha hecho a costa del crecimiento de las pequeñas empresas y entiende que la protección de los inversores, aunque es importante debe estar en equilibrio con el crecimiento de las empresas¹⁰²⁵.

A efectos de prevenir supuestos de fraude se establece, además, la responsabilidad de los emisores ante los compradores de sus valores en los casos en que el emisor haga una declaración falsa de un hecho material u omite declarar un hecho material que se requiera declarar o sea necesario para que las declaraciones no aparezcan como engañosas¹⁰²⁶.

Se entiende que el emisor puede demostrar que no sabía, y en el ejercicio de razonable diligencia no hubiera podido saber, de la falsedad o de la omisión se permite evitar esta responsabilidad siempre que demuestre que el incumplimiento de un término, condición, o el requisito era de poca relevancia con respecto a la oferta en su conjunto.

¹⁰²² ABBOTT, J.I., VITO, M.E., CABARLE, C., “Implications of the 2012 *JOBS Act* for Investors”, *Journal of Taxation of Investments*, 34 3, Winter 2017, epígrafe [Comparison of Reviews and Audits], Recurso electrónico fecha de última consulta el 26 de marzo de 2020.

¹⁰²³ ABBOTT, J.I., VITO, M.E., CABARLE, C., “Implications of the 2012”, *cit.*, epígrafe [Comparison of Reviews and Audits], en este sentido aportan los autores información en cuanto a los específicos costes que implica ya que dispone que “Given the additional work performed, as well as the additional level of assurance provided by the CPA, audits are significantly more expensive than reviews. For instance, 3,145 Smaller Reporting Companies filing statements in 2013 reported median audit fees of \$ 46,300, with individual fees ranging from \$ 500 to \$ 2.7 million, although only one-third of the fees exceeded \$ 100,000. The average audit fee cost per \$ 1 million of revenue was \$ 5,072 for the Smaller Reporting Companies, well above the average \$ 479 audit fee cost per \$1 million of revenue for larger accelerated filers. Thus, issuers covered by the *JOBS Act* accommodations have substantial disincentive to elect audited financial statements unless required for other purposes”.

¹⁰²⁴ RIVON, M., “Don't let them fool ya: examining the sec rules on *crowdfunding* and their effect on small business growth”, *Rutgers Law Record*, 44 Rutgers L. Rec., pp. 21-45, p. 39.

¹⁰²⁵ RIVON, M., “Don't let them fool ya”, *cit.*, p. 44, al entender que “It would be beneficial for the American economy if there is a growth in small businesses. For the most part, the *JOBS Act* gives small business a channel through *crowdfunding*. But the Act, as well intentioned as it is, has its flaws. The implementations of the SEC Rules are in place to protect investors at the cost of small business growth. While investor protection is important, it must be balanced with small business growth”.

¹⁰²⁶ *The S Corporation Handbook*, epígrafe 5:25. [SEC adopts rules for *crowdfunding* and *crowdfunding* intermediaries].

Debe, además, el emisor demostrar que realizó un intento razonable y de buena fe para cumplir con todos los términos, condiciones y requisitos aplicables de regulación del *crowdfunding*, así como en los casos en que el incumplimiento venga derivado del intermediario que fue incumplimiento de este o que ocurrió únicamente en ofertas distintas a la oferta del emisor. Se entiende sin embargo que la existencia de este *safe harbor* o puerto seguro, no impide que cualquier incumplimiento de las reglas de *crowdfunding* sea procesable por la SEC¹⁰²⁷.

Se permite a los emisores que ofrecen y venden valores basándose en la sección de *crowdfunding* que se basen en los esfuerzos de un intermediario para garantizar que la cantidad total de valores comprados por un inversor en ofertas de *crowdfunding* no exceda del límite establecido en la sección de *crowdfunding* siempre que el emisor no sepa que el inversor ha excedido los límites o excedería los límites como resultado de la compra de valores en la oferta del emisor¹⁰²⁸.

Se establece además cierta información que el emisor o co-emisor que ofrezca o venda valores juntamente con dicho emisor deben presentar ante la SEC y proporcionar a los inversores y al intermediario¹⁰²⁹. Esa información deriva principalmente de la sección 77d-1(b) del Título 15 del *U.S. Code* que se vio desarrollada y complementada por lo establecido en la sección 227.201 del Título 17 del CFR. En este sentido de hecho la sección 77d-1(b)(I) determina que un emisor que ofrece o vende valores de *crowdfunding* deberá presentar ante la SEC y proporcionar a los inversores y al corredor o portal de financiación además de la información mencionada en los apartados anteriores cualquier otra información que la SEC pueda, por regla, prescribir, para la protección de los inversores y en el interés público. Se puede apreciar que la SEC ha de hecho de hecho uso de esa habilitación de ahí la extensa información a facilitar que se determina en la sección 227.201 del Título 17 del CFR.

Se deberá facilitar la información básica del emisor entendida como la relativa al nombre, personalidad jurídica, forma de organización, jurisdicción en la que está organizada y fecha de organización, dirección física y sitio web del emisor¹⁰³⁰. Deberá

¹⁰²⁷ *The S Corporation Handbook*, epígrafe 5:25. [SEC adopts rules for *crowdfunding* and *crowdfunding* intermediaries].

¹⁰²⁸ Instrucción 3 a la sección 227.100(a)(2) del Título 17 CFR.

¹⁰²⁹ Sección 227.201 del Título 17 CFR.

¹⁰³⁰ Sección 227.201(a) del Título 17 CFR. En similar sentido la sección 77d-1(b)(1)(A) del Título 15 U.S. Code que establece “(A) *the name, legal status, physical address, and website address of the issuer*”.

además proporcionarse la información relativa a los gestores del emisor de manera que se informará de los nombres de los directores y oficiales, y cualquier persona que ocupe un estado similar o desempeñe una función similar del emisor, todos los puestos y cargos del emisor ocupados por dichas personas, el período de tiempo en el que dichas personas ocuparon el puesto y la experiencia comercial durante los últimos tres años¹⁰³¹. La información a facilitar deberá incluir, además, a ocupación y el empleo principal de cada persona, incluido si algún oficial, entendido este como presidente, vicepresidente, secretario, tesorero o director financiero principal, contralor o director contable principal, y cualquier persona que desempeñe funciones similares de manera rutinaria, está empleado por otro empleador, el nombre y el negocio principal de cualquier corporación u otra organización en la que tuvo lugar dicha ocupación y empleo¹⁰³². Deberán además informar del nombre de cada persona que sea beneficiario efectivo del 20 por ciento o más de los valores de capital con derecho a voto en circulación del emisor calculado sobre la base del poder de voto, a partir de la fecha practicable más reciente, pero no antes de los 120 días anteriores a la fecha de presentación de la declaración de oferta o informe¹⁰³³.

El emisor deberá facilitar asimismo la información relativa a una descripción del negocio del emisor y el plan de negocios anticipado del emisor, y el número actual de empleados del emisor¹⁰³⁴. Un aspecto llamativo de la información a facilitar es, además, el relativo a la información de los factores materiales que hacen que una inversión en el emisor sea especulativa o riesgosa¹⁰³⁵.

Se informará además del monto que será el objetivo de la oferta y la fecha límite para alcanzar este, incluida una declaración de que, si la suma de los compromisos de inversión no es igual o no excede la cantidad objetivo en la fecha límite de la oferta, no se venderán valores en la oferta, los compromisos de inversión serán cancelados y los

¹⁰³¹ Sección 227.201(b) del Título CFR. En similar sentido la sección 77d-1(b)(1)(B) del Título 15 U.S. Code que establece “(B)the names of the directors and officers (and any persons occupying a similar status or performing a similar function), and each person holding more than 20 percent of the shares of the issuer”.

¹⁰³² Sección 227.201(b)(1) y (2) del Título 17 CFR.

¹⁰³³ Sección 227.201(c) del Título 17 CFR. En similar sentido la sección 77d-1(b)(1)(C) del Título 15 US Code que establece “(C)a description of the business of the issuer and the anticipated business plan of the issuer”.

¹⁰³⁴ Sección 227.201(d) y (e) del Título 17 CFR.

¹⁰³⁵ Sección 227.201(f) del Título 17 CFR.

fondos comprometidos serán devueltos¹⁰³⁶. En el caso de la cantidad se debe además aclarar si aceptará inversiones que excedan de la cantidad objetivo de la oferta y, de ser así, la cantidad máxima que aceptará el emisor y cómo se asignarán las suscripciones excesivas, por ejemplo, en forma prorrateada, por orden de llegada u otra base¹⁰³⁷.

El emisor debe informar además de cuál va a ser el propósito y uso previsto de los ingresos de la oferta, debiendo proporcionar una descripción razonablemente detallada de cualquier uso previsto de los ingresos, de modo que los inversores reciban suficiente información para comprender cómo se utilizarán los ingresos de la oferta¹⁰³⁸.

Si un emisor ha identificado una variedad de usos posibles, el emisor debe identificar y describir cada uso probable y los factores que el emisor puede considerar al asignar los ingresos entre los usos potenciales, y además de aceptar ingresos que excedan la cantidad objetivo de la oferta, el emisor debe describir el propósito, el método para asignar suscripciones excesivas y el uso previsto de los ingresos en exceso con una especificidad similar¹⁰³⁹.

Se debe informar además sobre el proceso para completar la transacción o cancelar un compromiso de inversión, e incluir en esta una declaración de que los inversores pueden cancelar un compromiso de inversión hasta 48 horas antes de la fecha límite identificada en los materiales de oferta del emisor y de que el intermediario debe notificar a los inversores cuando se haya alcanzado la cantidad objetivo de la oferta¹⁰⁴⁰.

Además, deberán incluir la información y la declaración de que si un emisor alcanza la cantidad objetivo de la oferta antes de la fecha límite identificada en sus materiales de oferta, puede cerrar la oferta anticipadamente si notifica sobre la nueva fecha límite de oferta al menos cinco días hábiles antes de dicha nueva fecha límite de oferta y que de no cancelar el inversor un compromiso de inversión antes del período de 48 horas antes de la fecha límite de la oferta, los fondos se liberarán al emisor al cierre de la oferta y el inversor recibirá valores a cambio de su inversión¹⁰⁴¹. Se incluirá asimismo

¹⁰³⁶ Sección 227.201(g) del Título 17 CFR. En similar sentido la sección 77d-1(b)(1)(F) del Título 15 U.S. Code que establece “(F) the target offering amount, the deadline to reach the target offering amount, and regular updates regarding the progress of the issuer in meeting the target offering amount”.

¹⁰³⁷ Sección 227.201(h) del Título 17 CFR.

¹⁰³⁸ Sección 227.201(i) del Título 17 CFR e instrucción al párrafo (i). En similar sentido la sección 77d-1(b)(1)(E) del Título 15 U.S. Code que establece “(E) a description of the stated purpose and intended use of the proceeds of the offering sought by the issuer with respect to the target offering amount”.

¹⁰³⁹ Sección 227.201(i) del Título 17 CFR.

¹⁰⁴⁰ Sección 227.201(j) (1) y (2) del Título 17 CFR.

¹⁰⁴¹ Sección 227.201(j) (3) y (4) del Título 17 CFR.

la declaración de que en el caso en que se produzca algún tipo de modificación sustancial en la oferta por parte del emisor, si el inversor no vuelve a confirmar su compromiso de inversión después de realizar un cambio sustancial en la oferta, el compromiso de inversión del inversor se cancelará y se devolverán los fondos comprometidos¹⁰⁴².

En cuanto a los aspectos puramente económicos deberá incluirse además información esencial a efectos de que el inversor pueda apreciar el componente financiero de su inversión ya que se ha de incluir información sobre el precio al público de los valores o el método para determinar el precio, siempre que, antes de cualquier venta de valores, a cada inversor se le proporcione por escrito el precio final y todas las divulgaciones requeridas¹⁰⁴³. Se informará además no solo del precio sino también de cómo se valoran los valores que se ofrecen y ejemplos de métodos sobre cómo el emisor puede valorar dichos valores en el futuro, incluso durante acciones corporativas posteriores¹⁰⁴⁴. Se incluirá asimismo una descripción de los términos importantes de cualquier endeudamiento del emisor, incluida la cantidad, la tasa de interés, la fecha de vencimiento y cualquier otro término importante¹⁰⁴⁵. El emisor deberá incluir una descripción de las ofertas exentas que haya realizado en los últimos tres años, incluyendo la fecha de la oferta, la exención en la que se basa, el tipo de valores ofrecidos, así como la cantidad de valores vendidos y el uso de los ingresos¹⁰⁴⁶. Esta última información permite al inversor tener una mejor visión de cuál es la dinámica de financiación del emisor y si ha utilizado frecuentemente exenciones para obtener financiación y de que tipo.

Asimismo, debe el emisor informar de la condición financiera del emisor, haciendo referencia en esta a la liquidez, los recursos de capital y los resultados históricos de las operaciones, así como una discusión de cualquier cambio o tendencia sustancial que sea conocida por la gerencia en relación con la condición financiera y los resultados

¹⁰⁴² Sección 227.201(k) del Título 17 CFR.

¹⁰⁴³ Sección 227.201(l) del Título 17 CFR. En similar sentido la sección 77d-1(b)(1)(G) del Título 15 U.S. Code que establece “(G) the price to the public of the securities or the method for determining the price, provided that, prior to sale, each investor shall be provided in writing the final price and all required disclosures, with a reasonable opportunity to rescind the commitment to purchase the securities”.

¹⁰⁴⁴ Sección 227.201(m)(4) del Título 17 CFR.

¹⁰⁴⁵ Sección 227.201(p) del Título 17 CFR En similar sentido la sección 77d-1(b)(1)(H) del Título 15 U.S. Code que establece “(H) (iv) how the securities being offered are being valued, and examples of methods for how such securities may be valued by the issuer in the future, including during subsequent corporate actions”.

¹⁰⁴⁶ Sección 227.201(q) del Título 17 CFR.

de las operaciones del emisor posteriores al período para el cual se proporcionan los estados financieros¹⁰⁴⁷.

La regulación estadounidense es además bastante pormenorizada en el nivel de detalle de la información a facilitar. En este sentido se aclara en la instrucción segunda el que cuando se trate de emisores sin historial operativo previo, la discusión debe centrarse en los hitos financieros y los desafíos operativos, de liquidez y otros; de contar con tal historial operativo, la discusión debe centrarse en si los resultados históricos y los flujos de efectivo son representativos de lo que los inversores deberían esperar en el futuro¹⁰⁴⁸.

Se requiere además que en el caso en que las cantidades ofertadas junto con las otras cantidades vendidas con base a la excepción del crowdfunding dentro de los 12 meses anteriores sea inferior a 124.000 dólares se facilite la cantidad de ingresos totales según lo reportado en las declaraciones de impuestos federales presentadas por el emisor para el año completo más reciente certificado esto por el ejecutivo principal del emisor para reflejar con precisión la información reportada en las declaraciones de impuestos. Si bien de contar con estados financieros auditados o revisados por un contable independiente del emisor ha de facilitar estos en lugar de la información de los impuestos¹⁰⁴⁹. En el caso de que la cuantía sea más de \$124,000, pero inferior a \$618,000, se deben facilitar los estados financieros del emisor revisados por un contable público independiente del emisor¹⁰⁵⁰. En el caso de que se trate de más de \$618,000, los estados financieros del emisor deberán además estar auditados por un contable público independiente del emisor; siempre y cuando, sin embargo, que los emisores que no hayan vendido previamente valores a través de crowdfunding, las ofertas que tengan un monto

¹⁰⁴⁷ Sección 227.201(s) del Título 17 CFR e Instrucción 1 al párrafo (s).

¹⁰⁴⁸ Instrucción 2 al párrafo de la Sección 227.201(s) del Título 17 CFR.

¹⁰⁴⁹ Sección 227.201(t)(1) del Título 17 CFR. *Vid.* en similar sentido si bien con referencia a las cantidades originales la sección 77d-1(b)(1)(D) del Título 15 U.S. Code que establece “(D)a description of the financial condition of the issuer, including, for offerings that, together with all other offerings of the issuer under section 77d(6) 1 of this title within the preceding 12-month period, have, in the aggregate, target offering amounts of—

(i) \$100,000 or less—

(I) the income tax returns filed by the issuer for the most recently completed year (if any); and

(II) financial statements of the issuer, which shall be certified by the principal executive officer of the issuer to be true and complete in all material respects;

(ii) more than \$100,000, but not more than \$500,000, financial statements reviewed by a public accountant who is independent of the issuer, using professional standards and procedures for such review or standards and procedures established by the Commission, by rule, for such purpose; and

(iii) more than \$500,000 (or such other amount as the Commission may establish, by rule), audited financial statements”.

¹⁰⁵⁰ Sección 227.201(t)(2) del Título 17 CFR

de oferta objetivo de más de \$618,000, pero de menos de \$1,235,000, deberán facilitar estados financieros del emisor revisados por un contable público independiente del emisor¹⁰⁵¹. Se establece además que a los efectos del cálculo de las cantidades agregadas ofrecidas y vendidas en la sección 227.100(a) y la sección 227.201(t) , y la determinación de si un emisor ha vendido previamente valores en la sección 227.201(t)(3), el emisor debe incluir todas las entidades controladas por o bajo control común del emisor y cualquier antecesor del emisor¹⁰⁵².

Resultan interesante las precisiones de la Instrucción 7 ya que esta establece que en el caso que el emisor proporcione estados financieros que no estén auditados o revisados e información fiscal deberá ir certificada por su principal ejecutivo el cual certifique que los estados financieros son verdaderos y completos en todos los aspectos importantes, y la información de la declaración de o refleja con precisión la información reportada en la declaración de impuestos del emisor presentada para el año fiscal finalizado más reciente¹⁰⁵³.

Se facilitará a los inversores información esencial relativa no solo al momento de efectuar la inversión, sino también a cómo podrán ejercitar sus derechos, así como las circunstancias que les pueden afectar en ese ejercicio. En este sentido, se informará necesariamente sobre la descripción de la estructura de propiedad y capital del emisor, incluyendo los términos de los valores que se ofrecen y de cada otra clase de valores del emisor, incluida la cantidad de valores que se ofrecen y/o están en circulación, si tienen o no derechos de voto, cualquier limitación de esos derechos de voto, cómo los términos de los valores que se ofrecen pueden modificarse y un resumen de las diferencias entre dichos valores y los de cada otra clase de valores del emisor, y cómo los derechos de los valores que se ofrecen pueden verse materialmente limitados, diluidos o calificados por los derechos de cualquier otra clase de valores del emisor¹⁰⁵⁴. Se deberá además

¹⁰⁵¹ Sección 227.201(t)(3) del Título 17 CFR

¹⁰⁵² Sección 227.100(c) del Título 17 CFR.

¹⁰⁵³ Instrucción 7 a la Sección 227.201(t) Título 17 del CFR

¹⁰⁵⁴ Sección 227.201(m)(1) del Título 17 CFR. En similar sentido la sección 77d-1(b)(1)(H) del Título 15 U.S. Code que establece “(H) a description of the ownership and capital structure of the issuer, including— (i) terms of the securities of the issuer being offered and each other class of security of the issuer, including how such terms may be modified, and a summary of the differences between such securities, including how the rights of the securities being offered may be materially limited, diluted, or qualified by the rights of any other class of security of the issuer”.

proporcionar información de cómo el ejercicio de los derechos de los principales accionistas del emisor podría afectar a los compradores de los valores que se ofrecen¹⁰⁵⁵. El emisor proporcionará información sobre los riesgos para los compradores de valores relacionados con la propiedad minoritaria en el emisor y los riesgos asociados con acciones corporativas, incluidas emisiones adicionales de valores, recompras de valores por parte del emisor, una venta del emisor o de activos del emisor o transacciones con partes relacionadas, así como una descripción de las restricciones a la transferencia de los valores¹⁰⁵⁶.

Además, se facilitará el nombre y el nivel de propiedad de cada persona, a partir de la fecha practicable más reciente, pero no antes de los 120 días anteriores a la fecha de presentación de la declaración de oferta o informe, que es el beneficiario efectivo del 20 por ciento o más del capital social con derecho a voto en circulación del emisor¹⁰⁵⁷.

En cuanto a la información sobre el intermediario se debe informar del nombre, el número de archivo de la SEC y el número del Depósito Central de Registro (CRD) (según corresponda) del intermediario a través del cual se realiza la oferta, así como una descripción de los intereses financieros del intermediario en la transacción del emisor y en el emisor¹⁰⁵⁸. Deberá informarse en este sentido sobre la compensación que se pagará al intermediario, bien consistiendo esta en una cantidad fija o en un porcentaje de la cantidad de la oferta¹⁰⁵⁹. Se incluirá la compensación por realizar la oferta, incluyendo la cantidad de referencia y cualquier otra tarifa asociada con la oferta, así como cualquier otra participación directa o indirecta del intermediario en el emisor, o cualquier arreglo para que el intermediario adquiriera dicha participación¹⁰⁶⁰.

Además el emisor debe incluir la información relativa a cualquier transacción de la que haya sido parte desde el comienzo del último año fiscal del emisor, o cualquier

¹⁰⁵⁵ Sección 227.201(m)(2) del Título 17 CFR. En similar sentido la sección 77d-1(b)(1)(H) del Título 15 U.S. Code que establece “(H) (ii) a description of how the exercise of the rights held by the principal shareholders of the issuer could negatively impact the purchasers of the securities being offered”.

¹⁰⁵⁶ Sección 227.201(m)(5) y (6) del Título 17 CFR. En similar sentido la sección 77d-1(b)(1)(H) del Título 15 U.S. Code que establece “(H) (v) the risks to purchasers of the securities relating to minority ownership in the issuer, the risks associated with corporate actions, including additional issuances of shares, a sale of the issuer or of assets of the issuer, or transactions with related parties”.

¹⁰⁵⁷ Sección 227.201(m)(3) del Título 17 CFR. En similar sentido la sección 77d-1(b)(1)(H) del Título 15 U.S. Code que establece “(H) (iii) the name and ownership level of each existing shareholder who owns more than 20 percent of any class of the securities of the issuer”.

¹⁰⁵⁸ Sección 227.201(n) y (o) del Título 17 CFR.

¹⁰⁵⁹ Sección 227.201 (o)(1) del Título 17 CFR.

¹⁰⁶⁰ Sección 227.201(n) y (o) del Título 17 CFR.

transacción actualmente propuesta, en la que vaya a ser parte si la cantidad supera el cinco por ciento de la cantidad total de capital recaudado por el emisor conforme a la sección de *crowdfunding* durante el período anterior de 12 meses, incluida la cantidad que el emisor busca recaudar en la oferta actual y, en la que ciertos individuos hayan tenido o vaya a tener un interés material directo o indirecto¹⁰⁶¹. Los mencionados individuos podrán ser bien un director u oficial del emisor, bien un beneficiario efectivo¹⁰⁶², bien cualquier promotor del emisor en el caso en que el emisor hubiese sido constituido u organizado dentro de los últimos tres años¹⁰⁶³.

Asimismo, se debe informar de aquellos asuntos o situaciones inhabilitantes que hubieran provocado la inhabilitación pero que ocurrieron antes del 16 de mayo de 2016¹⁰⁶⁴. Si emisor acredita que no sabía y, en el ejercicio de un cuidado razonable, no podría haber sabido de la existencia de un asunto inhabilitante que no hubiera comunicado conforme a lo antedicho no será un obstáculo para seguir basándose en la excepción de *crowdfunding*¹⁰⁶⁵.

La falta de proporcionar dicha divulgación no impedirá que un emisor continúe confiando en la exención provista por la sección 4(a)(6) de la Ley de Valores (15 U.S. Code 77d(a)(6)) si el emisor establece que no sabía y, en el ejercicio de un cuidado razonable, no podría haber sabido de la existencia del asunto o asuntos no revelados;

Debe informar asimismo del progreso del emisor en cuanto a la cantidad objetivo de la oferta¹⁰⁶⁶. Se informará también de dónde en el sitio web del emisor los inversores podrán encontrar el informe anual del emisor y la fecha en la que dicho informe estará disponible en el sitio web del emisor¹⁰⁶⁷. También se comunicará si el emisor o cualquiera de sus predecesores no cumplió previamente con los requisitos de informes continuos¹⁰⁶⁸.

Se incluirá además cualquier información material necesaria para que las declaraciones hechas, a la luz de las circunstancias bajo las cuales fueron hechas, no

¹⁰⁶¹ Sección 227.201(r) del Título 17 CFR.

¹⁰⁶² Se entiende como tal conforme la Sección 227.201(r)(2) del Título 17 CFR a cualquier persona que sea, a partir de la fecha practicable más reciente, pero no antes de los 120 días anteriores a la fecha de presentación de la declaración de oferta o informe, el beneficiario efectivo del 20 por ciento o más de los valores de capital con derecho a voto en circulación del emisor, calculado sobre la base del poder de voto.

¹⁰⁶³ Sección 227.201(r) del Título 17 CFR.

¹⁰⁶⁴ Sección 227.201(u) del Título 17 CFR.

¹⁰⁶⁵ Sección 227.201(u) del Título 17 CFR.

¹⁰⁶⁶ Sección 227.201(v) del Título 17 CFR.

¹⁰⁶⁷ Sección 227.201(w) del Título 17 CFR.

¹⁰⁶⁸ Sección 227.201(x) del Título 17 CFR.

induzcan a error¹⁰⁶⁹, así como cualquier comunicación escrita o guion de transmisión proporcionado de conformidad con solicitudes de interés y otras comunicaciones o, si se encuentra dentro de los 30 días de la presentación inicial de la declaración de oferta¹⁰⁷⁰. Esa presentación de la oferta es aquella solicitud de interés, que se lleva a cabo en cualquier momento antes de tomar una determinación sobre la exención de registro, por un emisor o cualquier autorizado en donde se puede comunicar verbalmente o por escrito para determinar si existe cualquier interés en la oferta contemplada¹⁰⁷¹.

Un aspecto esencial asimismo es el hecho de que se prohíbe conforme a la sección 77d-1(11) del Título 15 del *US Code* se prohíbe a los directores, funcionarios o socios (o cualquier persona que ocupe un estado similar o desempeñe una función similar) del intermediario tener cualquier interés financiero en el emisor que utilice sus servicios. En todo cabe recordar que los emisores de valores de *crowdfunding* deberán en todo caso cumplir con cualquier otro requisito que la SEC establezca por regla para la protección de los inversores y del interés público¹⁰⁷².

Debe abordarse antes de concluir el régimen de los emisores la cuestión de si se permite que estos sean extranjeros. Las compañías no estadounidenses que acceden a los mercados de capitales públicos y privados de los EE. UU quedan sujetas a las leyes de valores estadounidenses las cuales se aplican tanto a compañías estadounidenses como no estadounidenses, si bien en algunos casos se efectúan adaptaciones para las compañías no estadounidenses¹⁰⁷³. Estas adaptaciones facilitan el acceso de las empresas no estadounidenses a los mercados estadounidenses, y el objetivo de estas es precisamente alentar a las empresas extranjeras a ingresar a los mercados de capitales estadounidenses y la mayoría de estas están disponibles para compañías no estadounidenses que cumplen con la definición de emisor privado extranjero (*foreign private issuer*) (FPI)¹⁰⁷⁴. La

¹⁰⁶⁹ Sección 227.201(y) del Título 17 CFR.

¹⁰⁷⁰ Sección 227.201(y) del Título 17 CFR.

¹⁰⁷¹ Sección 230.241(a) del Título 17 CFR.

¹⁰⁷² Sección 77d-1(b)(5) del Título 15 U.S. Code

¹⁰⁷³ Practical Law Corporate & Securities, "US Securities Laws", *cit.*, epígrafe [Foreign Issuers and US Securities Laws.]

¹⁰⁷⁴ Practical Law Corporate & Securities, "US Securities Laws", *cit.*, epígrafe [Foreign Issuers and US Securities Laws]. *Vid.* Sección 230.405 del Título 17 CFR Foreign Private Issuer que establece que el término emisor privado extranjero significa cualquier emisor extranjero que no sea un gobierno extranjero, excepto un emisor que cumpla con las siguientes condiciones al último día hábil de su segundo trimestre fiscal finalizado más recientemente: (i) Más del 50 por ciento de los valores con derecho a voto en circulación de dicho el emisor es propiedad directa o indirecta de los residentes de los Estados Unidos; y (ii) cualquiera de los siguientes: (A) la mayoría de los ejecutivos o directores son ciudadanos o residentes

mayoría de las leyes de valores de EE. UU. se aplican a todos los emisores que acceden a los mercados de capital de EE. UU, incluidos todos los FPI, mientras que otros, como los requisitos de Sarbanes-Oxley solo se aplican a las empresas que informan en los EE. UU¹⁰⁷⁵. En el caso de *crowdfunding* sin embargo parece ser que esa opción de emisores esta vetada sin efectuar antes una reestructuración¹⁰⁷⁶. La regulación en cuanto a estos emisores se establece en la sección 77d-1(f)(1) del Título 15 del *U.S. Code* la cual determina que la sección de *crowdfunding* no se aplica a la venta u oferta de valores por un emisor que no se encuentre organizado y sujeto a las leyes de un Estado o territorio de los Estados Unidos o del Distrito de Columbia. No permitiendo por tanto emisores extranjeros.

1.2 Inhabilitación de emisores

Otro tipo de medidas relativas a los emisores que podrían calificarse además como medidas contra el fraude son las establecidas en la Sección 227.503 de la regulación *crowdfunding*. Estados Unidos cuenta en esa sección de *crowdfunding* con la existencia de disposiciones relativas a la inhabilitación de malos actores o “*bad actors*”. Esta sección contiene disposiciones relativas a la inhabilitación de "malos actores" que descalifican las ofertas si el emisor u otras "personas cubiertas" han experimentado un evento inhabilitante, como ser condenado o sujeto a un tribunal o sanciones administrativas por fraude de valores u otras violaciones de leyes específicas y establece que los emisores estén obligados a realizar una investigación fáctica para determinar si alguna persona cubierta ha tenido un evento inhabilitante, y la existencia de tal¹⁰⁷⁷. Las personas a las que se refiere la sección son el emisor, incluidos sus predecesores y emisores afiliados; directores, funcionarios, socios generales o miembros administradores del emisor; beneficiarios finales del 20% o más de los valores de capital con derecho a voto en

de los Estados Unidos; (B) más del 50 por ciento de los activos del emisor están ubicados en los Estados Unidos; o (C) el negocio del emisor se administra principalmente en los Estados Unidos”.

¹⁰⁷⁵ Practical Law Corporate & Securities, “US Securities Laws”, *cit.*, epígrafe [Foreign Issuers and US Securities Laws].

¹⁰⁷⁶ RAHMATI, L. “Did You Know That Foreign Issuers Can Also Rely On Regulation Crowdfunding?”, Bevilacqua PLLC Blog, recurso electrónico, disponible en <https://www.bevilacquaplac.com/did-you-know-that-foreign-issuers-can-also-rely-on-regulation-crowdfunding/>, fecha de última consulta el 15 de julio de 2023.

¹⁰⁷⁷ *Checklists for Corporate*, *cit.*, epígrafe 12:22. [Crowdfunding: A small entity compliance checklist for issuers] y Sección 227.503(a) del Título 17 CFR.

circulación del emisor, calculados sobre la base de la votación; promotores conectados con el emisor en cualquier capacidad al momento de la venta; y personas compensadas, directa o indirectamente, para solicitar inversores, incluidos los socios generales, directores, funcionarios o miembros gerentes de tal “solicitante”¹⁰⁷⁸.

Se establecen por tanto preceptos de inhabilitación o descualificación que establecen que no se podrá dar una exención bajo la sección 4(a)(6), sección de *crowdfunding* en los casos en los que concurran ciertas circunstancias en el emisor; cualquier antecesor de este; cualquier afiliado cualquier director, funcionario, socio general o miembro gerente del emisor; cualquier beneficiario efectivo del 20% o más de los activos del emisor con derecho a voto y en circulación, calculados sobre la base del poder de voto; cualquier promotor relacionado con el emisor; cualquier persona a la que se le haya pagado o se le pague (directa o indirectamente) una remuneración por ofertar a los compradores en relación con dicha venta de valores; o en relación con el solicitante de cualquier socio general, director, funcionario o miembro gerente este¹⁰⁷⁹.

En cuanto a las circunstancias inhabilitantes se destacan haber sido condenado, dentro de los 10 años anteriores a la presentación de la declaración de oferta (o cinco años, en el caso de emisores, su predecesores y emisores afiliados), de cualquier delito o falta en relación con la compra o venta de cualquier valor; la realización de cualquier presentación falsa ante la SEC; o derivada del negocio de un suscriptor, corredor, comerciante, comerciante de valores municipales, inversión asesor, portal de financiación o solicitante/representante (*solicitor*) remunerado por los compradores de valores¹⁰⁸⁰. Se incluye, además, estar sujeto a cualquier orden, sentencia o decreto de cualquier tribunal de jurisdicción competente, dictado dentro de los cinco años anteriores que, en el momento de dicha presentación, restrinja o prohíba a dicha persona de participar o seguir participando en cualquier conducta o práctica: en relación con la compra o venta de cualquier valor; que conlleve cualquier presentación falsa ante la SEC; o derivada del

¹⁰⁷⁸ *Checklists for Corporate, cit.*, epígrafe 12:22. [Crowdfunding: A small entity compliance checklist for issuers] y Sección 227.503(a) del Título 17 CFR.

¹⁰⁷⁹ *Vid.* Sección 227.503(a) del Título 17 CFR, y *vid.* también THOMSON, L.C, OLSON, B.A., “Securities Act of 1933—Registration, Exemptions & Liability”, *9A Arizona. Practice, Business Law Deskbook* (2019-2020 ed.) Arizona Practice Series TM | December 2019 Update, Recurso electrónico, epígrafe [27B:20. Regulation Crowdfunding—Miscellaneous provisions- Disqualification Provisions], fecha de última consulta el 23 de abril de 2020.

¹⁰⁸⁰ *Vid.* Sección 227.503(a)(1) del Título 17 CFR, y *vid.* también THOMSON, L.C, OLSON, B.A., “Securities Act of”, *cit.*, epígrafe [27B:20. Regulation Crowdfunding—Miscellaneous provisions- Disqualification Provisions].

negocio de un suscriptor, corredor, comerciante, comerciante de valores municipales, inversión asesor, portal de financiación o solicitante/representante (*solicitor*) remunerado por los compradores de valores¹⁰⁸¹.

Otra circunstancia inhabilitante o descalificante es el hecho de estar sujeto a una orden final que bien prohíba la asociación con una entidad regulada por una comisión, autoridad, agencia u oficial que posteriormente se menciona; dedicarse al negocio de valores, seguros o bancario; o participar en actividades de asociaciones de ahorro o cooperativas de crédito; o bien que constituya una orden final basada en una violación de cualquier ley o reglamento que prohíba actos fraudulentos, manipuladores o conducta engañosa cometida dentro de los diez años anteriores a la presentación de la oferta¹⁰⁸². La citada orden debe haber sido emitida por de una comisión estatal de valores, o una agencia o funcionario de un estado con similares funciones, o a una autoridad estatal que supervisa o examina bancos, asociaciones de ahorro o uniones de crédito; una comisión estatal de seguros o funcionario u agente con función similar; una agencia bancaria federal apropiada; la CFTC de Estados Unidos; o a la Administración Nacional de Cooperativas de Ahorro y Crédito¹⁰⁸³.

También resulta inhabilitante el estar sujeto a una orden de la SEC que suspenda o revoque el registro de dicha persona como corredor, comerciante, comerciante de valores municipales, asesor de inversiones o portal de financiación; imponga limitaciones a las actividades, funciones u operaciones de dicha persona; o prohíba que dicha persona se asocie con cualquier entidad o participe en la oferta de cualquier “*penny stock*” (es decir, aquellas que se comercializan por menos de 5 dólares)¹⁰⁸⁴. Asimismo, otra circunstancia que conlleva el mismo efecto de inhabilitación es estar sujeto a cualquier orden de la SEC ingresada dentro de los cinco años anteriores que conlleve una orden de cesar y desistir (*cease and desist*) de cometer o causar una violación o futura violación de

¹⁰⁸¹ Vid. Sección 227.503(a)(2) del Título 17 CFR, y *vid.* también THOMSON, L.C, OLSON, B.A., “Securities Act of”, *cit.*, epígrafe [27B:20. Regulation Crowdfunding—Miscellaneous provisions-Disqualification Provisions].

¹⁰⁸² Vid. Sección 227.503(a)(3) del Título 17 CFR, y *vid.* también THOMSON, L.C, OLSON, B.A., “Securities Act of”, *cit.*, epígrafe [27B:20. Regulation Crowdfunding—Miscellaneous provisions-Disqualification Provisions].

¹⁰⁸³ Vid. Sección 227.503(a)(3)(iii) *Instruction to paragraph (a)(3)* del Título 17 CFR, y *vid.* también THOMSON, L.C, OLSON, B.A., “Securities Act of”, *cit.*, epígrafe [27B:20. Regulation Crowdfunding—Miscellaneous provisions- Disqualification Provisions].

¹⁰⁸⁴ Vid. Sección 227.503(a)(4) del Título 17 CFR, y *vid.* también THOMSON, L.C, OLSON, B.A., “Securities Act of”, *cit.*, epígrafe [27B:20. Regulation Crowdfunding—Miscellaneous provisions-Disqualification Provisions].

cualquier disposición antifraude de las leyes federales de valores; o derivada de la sección 5 de la *Securities Act*¹⁰⁸⁵. Inhabilita, además, el haber sido suspendido o expulsado o prohibido de la membresía, o registro con bolsa de valores nacional o una asociación de valores nacional registrada o afiliada por cualquier acto u omisión de actuar que constituya una conducta incompatible con los principios justos y equitativos del comercio¹⁰⁸⁶. Si alguno de los mencionados actores ha presentado (como registrante o emisor), o fue nombrado suscriptor en, cualquier declaración de oferta ante la SEC que, dentro de los cinco años anteriores fue objeto de una orden de denegación, orden de suspensión u orden de suspensión de la exención de la *Regulation A*, o es, objeto de una investigación para determinar si una orden de ese tipo ha de emitirse, se considera también inhabilitado¹⁰⁸⁷.

Por último, se encontrarán inhabilitados aquellos que estén sujetos a una orden de representación falsa del Servicio Postal de los Estados Unidos emitida dentro de los cinco años anteriores o que este sujeto a una orden de restricción temporal o preliminar con respecto a la conducta alegada relativa a la obtención de dinero o bienes a través del servicio postal mediante representaciones falsas¹⁰⁸⁸.

La inhabilitación no se determina sin embargo si se trata de eventos inhabilitantes relacionados con cualquier condena, orden, sentencia, decreto, suspensión, expulsión o exclusión que ocurrió antes del 16 de mayo de 2016, que es la fecha de vigencia del Reglamento de *Crowdfunding*¹⁰⁸⁹. En los asuntos anteriores a esa fecha no son descalificantes, pero sí se requieren que se revelen en la declaración de oferta del emisor¹⁰⁹⁰. La regulación del *crowdfunding* establece una excepción a la inhabilitación cuando el emisor pueda demostrar que no sabía y, que, en el ejercicio de un cuidado

¹⁰⁸⁵ *Vid.* Sección 227.503(a)(5) del Título 17 CFR, y *vid.* también THOMSON, L.C, OLSON, B.A., “Securities Act of”, *cit.*, epígrafe [27B:20. Regulation Crowdfunding—Miscellaneous provisions-Disqualification Provisions].

¹⁰⁸⁶ *Vid.* Sección 227.503(a)(6) del Título 17 CFR, y *vid.* también THOMSON, L.C, OLSON, B.A., “Securities Act of”, *cit.*, epígrafe [27B:20. Regulation Crowdfunding—Miscellaneous provisions-Disqualification Provisions].

¹⁰⁸⁷ *Vid.* Sección 227.503(a)(7) del Título 17 CFR, y *vid.* también THOMSON, L.C, OLSON, B.A., “Securities Act of”, *cit.*, epígrafe [27B:20. Regulation Crowdfunding—Miscellaneous provisions-Disqualification Provisions].

¹⁰⁸⁸ *Vid.* Sección 227.503(a)(8) del Título 17 CFR, y *vid.* también THOMSON, L.C, OLSON, B.A., “Securities Act of”, *cit.*, epígrafe [27B:20. Regulation Crowdfunding—Miscellaneous provisions-Disqualification Provisions].

¹⁰⁸⁹ *Vid.* Sección 227.503(b)(1) del Título 17 CFR.

¹⁰⁹⁰ *Checklists for Corporate, cit.*, epígrafe [12:22. Crowdfunding: A small entity compliance checklist for issuers]

razonable, no podría haber sabido que una persona cubierta con un evento descalificante participó en la oferta¹⁰⁹¹. Establece la instrucción a la regla que un emisor no podrá determinar que ha ejercido un cuidado razonable a menos que haya hecho, a la luz de las circunstancias, una investigación fáctica sobre si existen descalificaciones¹⁰⁹². La regulación del *crowdfunding* también prevé la posibilidad de solicitar exenciones de inhabilitación por parte de la SEC si se demuestra que existe una buena causa de que no es necesario en las circunstancias que se niegue la exención sin perjuicio de cualquier otra acción por la SEC¹⁰⁹³. Tampoco resultara de aplicación cuando el propio organismo que emita la orden, juicio o decreto disponga por escrito bien en este bien remitido separadamente a la comisión, que no conlleve la inhabilitación del párrafo (a)¹⁰⁹⁴.

Asimismo, la regulación determina que los eventos relacionados con cualquier afiliado del emisor que ocurrieron antes de que surgiera la afiliación no se considerarán inhabilitateles si esa entidad afiliada no se encuentra bajo el control del emisor; o bajo control común por un tercero que sí tenía el control de la entidad afiliada cuando ocurrieron tales eventos¹⁰⁹⁵. Los preceptos de inhabilitación incluyen una referencia también a los intermediarios ya que aquellos sujetos a una inhabilitación legal regulada en la sección 78c(a)(39) del Título 15 del *U.S. Code* no pueden actuar como intermediarios ni ser personas asociadas de estos en transacciones de *crowdfunding* a menos que así lo permita la SEC por medio de una regla u orden¹⁰⁹⁶.

1.3 Publicidad por parte de los promotores

La regulación estadounidense contiene ciertas disposiciones detalladas en relación con la posibilidad de publicidad por parte del emisor. Si bien se establecen, ciertas limitaciones en relación con la publicidad que es posible por parte de este, ya que un

¹⁰⁹¹ Vid. Sección 227.503(b)(4) del Título 17 CFR.

¹⁰⁹² Vid. Sección 227.503(b)(4) *Instruction to paragraph (b)(4)* del Título 17 CFR.

¹⁰⁹³ Sección 227.503(b)(2) del Título 17 CFR y vid. también *Checklists for Corporate, cit.*, epígrafe [12:22. Crowdfunding: A small entity compliance checklist for issuers]

¹⁰⁹⁴ Sección 227.503(b)(3) del Título 17 CFR.

¹⁰⁹⁵ Sección 227.503 (c) del Título 17 CFR.

¹⁰⁹⁶ Sección 227.503 (d) del Título 17 CFR.

emisor no puede anunciar los términos de una oferta de *crowdfunding* y tan solo podrá efectuar un aviso que dirija a los inversores a la plataforma del intermediario¹⁰⁹⁷.

En este sentido, se establece que un emisor o las personas que actúen en nombre de este no pueden, directa o indirectamente, anunciar los términos de una oferta de *crowdfunding*, excepto por avisos que cumplan con ciertos requisitos¹⁰⁹⁸. Se establece por tanto la posibilidad de emitir un anuncio que publicite cualquiera de los términos de la oferta de un emisor de *crowdfunding* si dirige a los inversores a la plataforma del intermediario y no incluye más que la declaración de que el emisor está realizando una oferta de conformidad con la excepción de *crowdfunding*, y el nombre del intermediario a través del cual se realiza la oferta y un enlace que dirige al inversor potencial a la plataforma del intermediario; los términos de la oferta; y la información fáctica sobre la identidad legal y la ubicación comercial del emisor y una breve descripción del negocio del emisor¹⁰⁹⁹. Asimismo, se dispone que el emisor y las personas que actúen en nombre de este pueden comunicarse con los inversores potenciales sobre los términos de la oferta a través de los canales de comunicación proporcionados por el intermediario en la plataforma del intermediario, siempre que un emisor se identifique como el emisor en todas las comunicaciones¹¹⁰⁰. Las personas que actúen en nombre del emisor deben identificar su afiliación con el emisor en todas las comunicaciones en la plataforma del intermediario¹¹⁰¹.

Si bien no es publicidad como tal, sí que es información relevante que puede coadyuvar en esta, la Sección 227.201 requiere, además, que un emisor revele abundantes datos e información sobre su estado legal, financieros, así como una descripción de la propiedad y estructura de capital del emisor, entre otros requisitos¹¹⁰². El análisis de tal información que ha de facilitarse por el emisor se encuentra contenido en el epígrafe relativo a la *Regulación de los emisores de valores en operaciones de crowdfunding*.

¹⁰⁹⁷ Vid. Sección 77d-1(b)(2) del Título 15 U.S. Code que establece que “*For purposes of section 77d(6) 1 of this title, an issuer who offers or sells securities shall [...] (2) not advertise the terms of the offering, except for notices which direct investors to the funding portal or broker*”.

¹⁰⁹⁸ Sección 227.204 apartado (a) e Instrucción al apartado (a) del Título 17 CFR.

¹⁰⁹⁹ Sección 227.204 apartado (b) del Título 17 CFR.

¹¹⁰⁰ Sección 227.204 apartado (c) del Título 17 CFR.

¹¹⁰¹ Sección 227.204 apartado (c) del Título 17 CFR.

¹¹⁰² OLSON, B. A., “Securities Act of 1933—Registration, Exemptions & Liability”, *Publicly Traded Corporations Handbook*, October 2019 Update, epígrafe 5:26.[Regulation *crowdfunding*—Disclosure requirements], Recurso electrónico base de datos Westlaw Thomson Reuters, fecha de última consulta el 7 de marzo de 2020.

Si el emisor realiza una oferta concurrente con la de *crowdfunding*, y en el documento informativo de esa oferta incluye los términos de la oferta de *crowdfunding*, no se considerará que ha excedido las limitaciones de información anteriormente expuestas si el documento informativo de la otra oferta cumple con los otros requisitos de la sección 227.204¹¹⁰³. A efectos de qué ha de entenderse como términos de la oferta en relación con este precepto, se entiende la cantidad de valores ofrecidos, la naturaleza de los valores, el precio de los valores, la fecha de cierre del período de oferta, el uso planificado de los ingresos y el progreso del emisor para cumplir con el objetivo de financiación¹¹⁰⁴.

Es importante además mencionar la posibilidad de que el emisor realice otro tipo de actuaciones no propiamente de publicidad como tal, pero sí relacionadas con esta. Se le permite al emisor en cualquier momento antes de la presentación de una declaración de oferta, comunicarse verbalmente o por escrito para tantear si existe algún interés en una oferta de valores contemplada. Si bien tales comunicaciones no son ofertas sí que se le considera como tales en relación con las disposiciones antifraude de las leyes federales de valores. Al no tratarse tales comunicaciones de una oferta y estar solamente orientadas a tantear el interés no está permitido la solicitud o aceptación de dinero u otra consideración, ni de ningún compromiso, vinculante o de otro tipo, de ninguna persona hasta que se presente la declaración de oferta como tal¹¹⁰⁵.

Las comunicaciones por tanto deben explicitar que no se solicita dinero u otra contraprestación, y de enviarse esta, no se aceptará, así como que no se puede aceptar ninguna oferta para comprar los valores y no se puede recibir parte del precio de compra hasta que se presente la declaración de oferta como tal y solo a través de la plataforma de un intermediario, y que la indicación de interés de una persona no implica obligación o compromiso de ningún tipo¹¹⁰⁶. El objetivo de este artículo es precisamente para el emisor poder obtener cierta información no vinculante de potenciales inversores para entender el potencial “apetito” y potencial éxito del lanzamiento de una campaña de *crowdfunding* sin incurrir aun en los gastos de esta. Al regular cómo se puede efectuar esa comunicación por parte del emisor, permite darle una opción de obtener la información mientras que se

¹¹⁰³ Sección 227.204 apartado (d) del Título 17 CFR.

¹¹⁰⁴ Sección 227.204(e) del Título 17 CFR.

¹¹⁰⁵ Sección 227.206(a) del Título 17 CFR.

¹¹⁰⁶ Sección 227.206(b) del Título 17 CFR.

sigue promoviendo la protección de los potenciales inversores al no permitir compromisos hasta que se realice una oferta como tal con las garantías y mecanismos de protección establecida para esta. En cuanto a que información se puede recopilar cuando un individuo muestre su interés en una posible oferta, se entiende que abarca el nombre, dirección, número de teléfono y/o dirección de correo electrónico en cualquier formulario de respuesta a través del cual se comunique el interés¹¹⁰⁷.

En este contexto, la regulación estadounidense establece además disposiciones específicas relativas a la posibilidad del emisor de compensar a terceros. Como marco base de esta posibilidad de compensación establece la sección 77d-1(b)(3) del Título 15 del *U.S. Code* que un emisor de valores de *crowdfunding* no podrá compensar ni comprometerse a compensar, directa o indirectamente, a ninguna persona por promocionar sus ofertas a través de los canales de comunicación proporcionados por el *broker* o portal de financiación, sin tomar las medidas que la SEC, por regla, requiera para garantizar que dicha persona divulgue claramente el recibo, pasado o futuro, de dicha compensación, en cada una de dichas comunicación promocionales.

Se dispone a tal efecto que se le permitirá a un emisor, o persona que actúe en nombre de este compensar o comprometerse a compensar, directa o indirectamente, a cualquier persona para promocionar las ofertas del emisor de *crowdfunding* a través de canales de comunicación proporcionados por un intermediario en la plataforma del intermediario, pero solo si el emisor o la persona que actúa en nombre de este toma medidas razonables para garantizar que la persona que promociona el ofrecimiento revela claramente el recibo, pasado o futuro, de dicha compensación en cualquier comunicación de este tipo¹¹⁰⁸.

Se introduce una matización al respecto, ya que la publicidad requerida lo es con cada comunicación, para las personas que participen en actividades promocionales en nombre del emisor a través de los canales de comunicación provistos por el intermediario, con independencia de si la compensación que reciben es específicamente para las actividades promocionales¹¹⁰⁹. De manera, por tanto, como se aclara incluye a las personas contratadas específicamente para promocionar la oferta como a las personas que

¹¹⁰⁷ Sección 227.206(c) del Título 17 del CFR.

¹¹⁰⁸ Sección 227.205(a) del Título 17 CFR.

¹¹⁰⁹ Sección 227.205 Instrucción al párrafo (a) Título 17 CFR.

de otro modo están empleadas por el emisor o que realizan actividades promocionales en nombre del emisor¹¹¹⁰.

Se establece, además, una prohibición genérica al establecer, que, salvo en el supuesto expuesto anteriormente, un emisor o persona que actúe en nombre de este no compensará ni se comprometerá a compensar, directa o indirectamente, a ninguna persona para promocionar las ofertas de *crowdfunding* del emisor, a menos que dicha promoción se limite a avisos permitidos de conformidad con, la sección 227.204¹¹¹¹. Se permite, por tanto, que un emisor pueda compensar a otros para promover sus ofertas de financiación colectiva a través de los canales de comunicación proporcionados por el intermediario, pero solo en los casos en que el emisor haya tomado medidas razonables para garantizar que el promotor de esa publicidad divulgue claramente la compensación en cada comunicación¹¹¹².

1.4 Informes proporcionados por los promotores al supervisor y a los inversores

En la legislación estadounidense el emisor viene obligado a la presentación de informes continuos a efectos de asegurar que los inversores en este tengan una idea clara de la marcha de la inversión. La sección 77d-1(b)(4) del Título 15 del *U.S. Code* establece que el emisor deberá no menos de una vez al año, presentar ante la SEC y proporcionar a los inversores los informes de resultados de operaciones y estados financieros que la SEC, por regla, determine apropiado.

A este efecto se requiere que un emisor que haya vendido valores a través de *crowdfunding* debe presentar ante la SEC y publicar en el sitio web del emisor un informe anual junto con los estados financieros del emisor certificados, así como una descripción de la condición financiera de este¹¹¹³. Tal informe debe incluir los estados financieros revisados o auditados por un contable público independiente, de estar estos disponibles, y además incluir gran parte de la información a la que se hace referencia en el epígrafe

¹¹¹⁰ Sección 227.205 Instrucción al párrafo (a) Título 17 CFR.

¹¹¹¹ Sección 227.205 párrafo (b) Título 17 CFR.

¹¹¹² *Checklists for Corporate, cit.*, epígrafe [12:22. Crowdfunding: A small entity compliance checklist for issuers].

¹¹¹³ Sección 227.202(a) del Título 17 CFR.

1.1 de este capítulo¹¹¹⁴. El informe deberá presentarse de conformidad con ciertos requisitos que se analizarán a continuación y a través del Formulario y no más tarde de 120 días después del cierre del año fiscal cubierto por el informe¹¹¹⁵. Se requiere, por tanto, que un emisor que vendió valores en una oferta de *crowdfunding* proporcione un informe anual en el Formulario C-AR (AR equivalente a *annual report*) a más tardar 120 días después del final de su año fiscal, siendo el mismo presentado a través de la plataforma electrónica EDGAR y debiendo publicarse en el sitio web del emisor, debiendo este informe incluir la información requerida por la sección 227.202(a) ya mencionada ¹¹¹⁶. En el caso de que un emisor descubra la necesidad de realizar una modificación sustancial al informe anual ya presentado deberá presentar una enmienda tan pronto como sea posible después del descubrimiento de la necesidad del cambio material y lo realizara a través del formulario de enmienda al informe anual (Formulario C-AR/A) (*annual report- amendment*)¹¹¹⁷.

Tal requisito de información continua hasta que bien el emisor venga obligado a presentar otro tipo de informes más específicos, bien haya presentado, desde su venta más reciente de valores al menos un informe anual y tenga menos de 300 tenedores registrados en cuyo caso no se considera necesario continuar con la presentación de estos informes anuales¹¹¹⁸. Tampoco se considera necesario continuar con la presentación de los informes si el emisor ha presentado, desde su venta más reciente de valores de *crowdfunding*, los informes anuales requeridos durante al menos los tres años más recientes y tiene activos totales que no excedan de diez millones de dólares¹¹¹⁹. También, claramente ocurrirá tal extinción de la obligación de presentar informes anuales tanto en el caso de que el emisor u otra parte recompre todos los valores emitidos por *crowdfunding* como en el caso en que este liquide o disuelva su negocio¹¹²⁰. De concurrir alguna de las circunstancias por las que el emisor ya no ha de presentar informes anuales

¹¹¹⁴ Sección 227.202(a) del Título 17 CFR. En este sentido, dispone el precepto que “The annual report also must include the disclosure required by paragraphs (a), (b), (c), (d), (e), (f), (m), (p), (q), (r), and (x) of § 227.201”.

¹¹¹⁵ Sección 227.202(a) del Título 17 CFR.

¹¹¹⁶ Sección 227.203(b)(1) del Título 17 CFR. Ver también *Checklists for Corporate, cit.*, epígrafe [12:22. Crowdfunding: A small entity compliance checklist for issuers]

¹¹¹⁷ Sección 227.203(b)(2) del Título 17 CFR.

¹¹¹⁸ Sección 227.202(b) del Título 17 CFR donde el precepto además se refiere en su apartado primero a ciertos informes al establecer que “ *The issuer is required to file reports under section 13(a) or section 15(d) of the Exchange Act (15 U.S.C. 78m(a) or 78o(d))*”.

¹¹¹⁹ Sección 227.202(b) del Título 17 CFR.

¹¹²⁰ Sección 227.202(b)(4) y (5) del Título 17 CFR.

ante la SEC, este debe presentar ante la SEC y dentro de los cinco días hábiles a partir de la fecha en que el emisor pueda terminar su obligación de informar, el formulario de terminación de informes (Formulario C-TR) (*TR: Termination*) para informar a los inversores que el emisor dejará de informar conforme a lo requerido¹¹²¹.

Se requiere por tanto que un emisor, y cualquier co-emisor que lo haga conjuntamente con este, que ofrezca o venda valores por *crowdfunding*, debe presentar ante la SEC y proporcionar a los inversores y al intermediario el Formulario C: Declaración de oferta antes del inicio de la oferta de valores el cual ha de contener toda la información anteriormente mencionada¹¹²². Es importante aclarar que en el caso de que el emisor ofrezca valores con un co-emisor y por separado por su cuenta debe presentar también un Formulario C por separado para esa oferta¹¹²³.

Se establece sin embargo que también se deba informar de las modificaciones o enmiendas que el emisor haga sobre la oferta. En este sentido se requiere que el emisor presente ante los mismos interesados mencionados una enmienda a la declaración de oferta presentada en el Formulario C para facilitar la información relativa a cualquier cambio, adición o actualización importante en relación con cualquier oferta aún no completada¹¹²⁴. Tal modificación se presenta a través del formulario de modificación (Formulario C/A), entendiéndose que tal “A” es precisamente de “*amendment*”¹¹²⁵. En el caso de que los cambios, adiciones o actualizaciones sean materiales, es decir con un sustancial impacto en la potencial inversión, el emisor deberá marcar la casilla que indica que los inversores deben reconfirmar un compromiso de inversión dentro de los cinco días hábiles y de lo contrario se considerará cancelado el compromiso del inversionista¹¹²⁶.

El emisor ha de informar de los avances en la campaña de *crowdfunding*. Este debe, por tanto, comunicar a los interesados ya mencionados, a saber, la SEC, mediante la presentación del formulario, y los inversores y el intermediario a través de facilitar el

¹¹²¹ Sección 227.203(b)(3) del Título 17 CFR.

¹¹²² Sección 227.203(a)(1) del Título 17 CFR.

¹¹²³ Sección 227.203(a)(1) del Título 17 CFR. El Formulario C se encuentra disponible en formato PDF en <https://www.sec.gov/files/formc.pdf>, fecha de última consulta el 14 de julio de 2023.

¹¹²⁴ Sección 227.203(a)(2) del Título 17 CFR.

¹¹²⁵ El Formulario C se encuentra disponible en formato PDF en <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1787023/000178702319000002/leafandashformca20190918.pdf>, fecha de última consulta el 14 de julio de 2023.

¹¹²⁶ Sección 227.203(a)(2) del Título 17 CFR.

formulario, los avances en cuanto a la cantidad objetivo de la oferta. Se presenta para ello el formulario de actualización de progreso, Formulario C-U) donde la “U” se refiera a “Update” o “actualización” para informar sobre el progreso en el cumplimiento de la cantidad objetivo de la oferta, debiendo informar a más tardar en los cinco días hábiles siguientes a cada una de las fechas en que el emisor alcance el 50 por ciento y el 100 por ciento de la cantidad objetivo de la oferta¹¹²⁷. De aceptar el emisor financiación que exceda de la cantidad objetivo, debe presentar asimismo en los cinco días hábiles después de la fecha límite de la oferta, un Formulario C-U con la cantidad total de los valores vendidos en la oferta¹¹²⁸. Este formulario final se ha de presentar en cualquier caso para informar de la cantidad total, ahora bien, los otros formularios de actualización mencionados no son necesario se presenten por el emisor, si el intermediario pone a disposición del público en la plataforma actualizaciones frecuentes sobre el progreso del emisor en cuanto a la cantidad objetivo de la oferta¹¹²⁹.

Hay que destacar aquí que ni la regulación del Reglamento (UE) 2020/1503 ni la de la Ley 5/2015 contienen referencia alguna a la presentación de informes equivalentes por parte de los emisores. Es esta una omisión en la regulación que quizás hubiera sido conveniente evitar, ya que refuerza la protección de los inversores a través de una información continuada por parte del inversor. La cierta “dejación” por parte del regulador europeo y español en cuanto a la figura del emisor o promotor ha dejado la puerta abierta para que se adopten acciones por parte de estos quizás no alineadas con los objetivos de la regulación.

1.5 Vehículos de crowdfunding

En relación con la regulación del *crowdfunding* se presentó en la 1era sesión del Congreso 116, el 28 de octubre de 2019 una propuesta de ley (2019 CONG US HR 4860 October 28, 2019) para su enmienda, siendo los propulsores de esta el congresista republicano de Carolina del Norte Patrick McHenry y el congresista demócrata de California Maxine Waters apoyada por tanto por los demócratas como por los

¹¹²⁷ Sección 227.203(a)(3)(i) del Título 17 CFR.

¹¹²⁸ Sección 227.203(a)(3)(ii) del Título 17 CFR.

¹¹²⁹ Sección 227.203(a)(3)(iii) del Título 17 CFR.

republicanos (bipartisan)¹¹³⁰. La *Crowdfunding Amendments Act* permite la enmienda de varias leyes de valores de manera que se permitan los *crowdfunding vehicles* y los asesores de estos¹¹³¹. Según uno de los representantes, Rep. Scott, la propuesta de ley permitiría mejorar la opción de *crowdfunding* al permitir inversiones conjuntas en la que se tuviera asesoramiento por asesores de inversión que tendrían el deber fiduciario de tener que actuar en el mejor interés del fondo¹¹³².

La enmienda conlleva la modificación de la *Securities Act* de 1933 para someter los vehículos de *crowdfunding* a la jurisdicción de la SEC y para otras finalidades¹¹³³. La evolución de la enmienda ha determinado que tras la presentación de esta en el Congreso (*House of Representatives*), fuera referida al Comité/Comisión de Servicios Financieros del Congreso, la cual fue aprobada y referida al Senado enmendada, la cual fue recibida por el Senado, y tras su doble lectura referida al Comité de Banca, Vivienda y Asuntos urbanos, donde fue aprobada como 2019 Federal House Bill 4860¹¹³⁴. La citada ley se denomina como “*Crowdfunding Amendment Act*” y establece enmiendas a la *Securities Act* de 1933 (15 U.S. Code 77a et seq.), y a la *Investment Company Act* de 1940 (15 U.S.C. 80a-3 (c)), a la *Investment Advisers Act* de 1940 (15 U.S. Code 80b-1 et seq.) y a la *Securities Exchange Act* de 1934 (15 U.S. Code 781 (g) (6))¹¹³⁵. La enmienda principal establecida en esta regulación es la clarificación del concepto de vehículo de *crowdfunding* que establece en la sección 3 (c) (15) (B) de la *Investment Company Act* de 1940 (15 U.S. Code 80a-3 (c) (15) (B))¹¹³⁶.

La citada modificación determina que se agregue la definición de vehículo de *crowdfunding*, entendiendo que tal vehículo de *crowdfunding* es una empresa cuyo propósito, establecido en los documentos de la organización de la compañía, se limita a

¹¹³⁰ Vid. 116th CONGRESS, 1st Session, 2019 CONG US HR 4860 October 28, 2019 , 2019 Federal House Bill 4860 Federal One Hundred Sixteenth Congress - First Session, disponible en <https://www.congress.gov/bill/116th-congress/house-bill/4860/cosponsors>, fecha de última consulta el 23 de julio de 2023. Vid. también, Federal Securities Law Reporter 2896, Fed. Sec. L. Rep. P 5868307 (2019), epígrafe [House passes crowdfunding vehicle Bill], recurso electrónico, fecha de última consulta el 26 de abril de 2020.

¹¹³¹ Vid. 116th CONGRESS, 1st Session, 2019 CONG US HR 4860, *cit.*, Sección 2(a)(1) y Sección 2 (c)(2). Vid. también, Federal Securities Law Reporter, *cit.*, epígrafe [House passes crowdfunding vehicle Bill].

¹¹³² Vid. Federal Securities Law Reporter, *cit.*, epígrafe [House passes crowdfunding vehicle Bill].

¹¹³³ Vid. 116th CONGRESS, 1st Session, 2019 CONG US HR 4860, *cit.*, Sección 2.

¹¹³⁴ Vid. 116th CONGRESS, 1st Session, 2019 CONG US HR 4860, *cit.*, Resumen de trámite legislativo en Actions <https://www.congress.gov/bill/116th-congress/house-bill/4860/actions>.

¹¹³⁵ Vid. 116th CONGRESS, 1st Session, 2019 CONG US HR 4860, *cit.*, Sección 2.

¹¹³⁶ Vid. 116th CONGRESS, 1st Session, 2019 CONG US HR 4860, *cit.*, Sección 2(b).

la adquisición, tenencia y disposición de valores emitidos por una sola compañía en una o más transacciones realizadas bajo la regulación del *crowdfunding*¹¹³⁷. Es importante destacar en este sentido, que los vehículos de *crowdfunding* se consideran jurídicamente como “co-emisores”, por lo que se les aplica el régimen general previsto para los emisores¹¹³⁸. El vehículo de *crowdfunding* es un emisor, formado por o en nombre de un emisor de *crowdfunding*, con el fin de realizar una oferta de crowdfunding, que opera como un co-emisor con el emisor de *crowdfunding*, y cuya oferta es controlada por el emisor de *crowdfunding* propiamente dicho¹¹³⁹.

La regulación de los vehículos de *crowdfunding* se encuentra por tanto codificada en la sección 270.3a-9 en la cual se determina en primer lugar que un vehículo de *crowdfunding* no se considerará como una empresa de inversión si el vehículo cumple ciertos requisitos¹¹⁴⁰. Para ello el vehículo de *crowdfunding* se ha de organizar y operar con el único propósito de directamente adquirir, tener y disponer de valores emitidos por un solo emisor de *crowdfunding* y captar financiación en una o más ofertas de crowdfunding¹¹⁴¹. El vehículo de *crowdfunding* así establecido no podrá pedir dinero prestado y solo podrá utilizar los ingresos de la venta de sus valores para comprar una sola clase de valores de un solo emisor de *crowdfunding*¹¹⁴². Tan solo se le permite además emitir una clase de valores en una o más ofertas de *crowdfunding* en la que este, el vehículo de *crowdfunding* y el emisor de se consideran co-emisores bajo la *Securities Act*¹¹⁴³. Deberá además el vehículo de *crowdfunding* recibir un compromiso por escrito del emisor para financiar o reembolsar los gastos asociados con su formación, operación o liquidación, sin recibir ninguna otra compensación, y cualquier compensación pagada a cualquier persona que opere el vehículo es pagada únicamente por el emisor de *crowdfunding*¹¹⁴⁴. Se deduce por tanto de este apartado su eminente carácter instrumental e intermedio. Debe además mantener el mismo cierre de ejercicio fiscal que el emisor del *crowdfunding* para así mantener una mayor alineación de ambas entidades¹¹⁴⁵.

¹¹³⁷ Sección 270.3a-9(a)(1) del Título 17 CFR.

¹¹³⁸ Sección 227.100(d) del Título 17 CFR.

¹¹³⁹ Sección 270.3a-9(b)(2) del Título 17 CFR.

¹¹⁴⁰ Sección 270.3a-9(a)(1) del Título 17 CFR.

¹¹⁴¹ Sección 270.3a-9(a)(1) del Título 17 CFR.

¹¹⁴² Sección 270.3a-9(a)(2) del Título 17 CFR.

¹¹⁴³ Sección 270.3a-9(a)(3) del Título 17 CFR.

¹¹⁴⁴ Sección 270.3a-9(a)(4) del Título 17 CFR.

¹¹⁴⁵ Sección 270.3a-9(a)(5) del Título 17 CFR.

El vehículo de *crowdfunding* ha de mantener una relación de equivalencia, de uno a uno entre el número, denominación, tipo y derechos de los valores del emisor de *crowdfunding* que posee y el número, denominación, tipo y derechos de sus propios valores en circulación¹¹⁴⁶. Vuelve a reforzar este precepto por tanto la idea de instrumentalidad del vehículo de *crowdfunding* ya que se requiere que la estructura de capital “mimetic” las inversiones efectuadas en el emisor. El vehículo debe solicitar instrucciones de los tenedores de sus propios valores en cuanto a cómo ejercer los derechos de voto derivados de los valores del emisor de *crowdfunding* que posee y solo votar de acuerdo con dichas instrucciones¹¹⁴⁷. Las instrucciones al vehículo de *crowdfunding* deberán también facilitarse para participar en ofertas de compra o intercambio o transacciones similares realizadas por el emisor de *crowdfunding* y participar conforma a las instrucciones¹¹⁴⁸. Como tal vehículo, entidad intermedia, recibirá del emisor de *crowdfunding*, todas las divulgaciones, comunicaciones y otra información requerida debiendo a su vez facilitarla de inmediato a los inversores y posibles inversores en los valores del vehículo de *crowdfunding* y al intermediario relevante¹¹⁴⁹. Deberá además proporcionar a cada inversor el derecho de dirigir el vehículo de *crowdfunding* a efectos de hacer valer los derechos que bajo la ley estatal y federal el inversor tendría si hubiera invertido directamente en el emisor de *crowdfunding*, debiendo por ende proporcionar a cada inversor cualquier información que reciba del emisor de *crowdfunding* como accionista registrado del emisor de *crowdfunding*¹¹⁵⁰.

Dentro de las enmiendas a la *Investment Advisers Act* de 1940 (15 U.S. Code 80b-1 et seq.) conviene destacar entre otras la modificación relativa a la introducción en la sección 202 (a) (15 U.S. Code 80b-2(a)) donde se establece el concepto de “asesor de vehículos de *crowdfunding*” y se establece que es un asesor de inversiones que actúa como asesor de inversiones únicamente con respecto a los vehículos de *crowdfunding*¹¹⁵¹. Se introduce, además, la modificación de la sección 203 (15 U.S. Code 80b-3), a la cual se agrega la letra “o” en relación con asesores de vehículos de financiación colectiva y establece en el párrafo (1) que en general, se requerirá un asesor de vehículos de

¹¹⁴⁶ Sección 270.3a-9(a)(6) del Título 17 CFR.

¹¹⁴⁷ Sección 270.3a-9(a)(7)(i) del Título 17 CFR.

¹¹⁴⁸ Sección 270.3a-9(a)(7)(ii) del Título 17 CFR.

¹¹⁴⁹ Sección 270.3a-9(a)(8) del Título 17 CFR.

¹¹⁵⁰ Sección 270.3a-9(a)(9) del Título 17 CFR.

¹¹⁵¹ *Vid.* 116th CONGRESS, 1st Session, 2019 CONG US HR 4860, *cit.*, Sección 2(c)(1).

crowdfunding para registrarse en esta sección¹¹⁵². Por último, se establece como regla de interpretación que “nada en la Ley o las enmiendas hechas por esta Ley pueden interpretarse para permitir que un emisor o un vehículo de *crowdfunding* ofrezca o venda valores que excedan la limitación descrita en la sección [de *crowdfunding*]”¹¹⁵³.

2. Régimen jurídico de los promotores de proyectos de financiación participativa en España

2.1 Régimen jurídico de los promotores

Existe, como no, diversa terminología utilizada en el caso de cada una de las legislaciones que se analizan, mientras la estadounidense se refiere a los emisores o “*issuers*” partiendo de esa concepción que permea toda la legislación de que el *crowdfunding* no es sino una excepción al régimen establecido de ofertas públicas y se refiere con carácter principal al de inversión, la española opta por la denominación de promotores de proyectos la cual es consecuente con la regulación como mecanismo de intermediación aparte y permite abarcar en su concepto la regulación del *crowdfunding* de préstamos el cual se encuentra incluido en la legislación. Se intuía ya por un sector doctrinal que la legislación iba más encaminada a la regulación de los participantes, pero principalmente de las plataformas o como ha terminado siendo de los proveedores de servicios de financiación, y en menor medida de los emisores¹¹⁵⁴.

Si bien parece que la legislación europea y española no se centra excesivamente en la figura de los promotores o emisores no dejan por ello de ser un elemento esencial de las operaciones de *crowdfunding* o financiación participativa. Y ello porque en España y en el ámbito europeo, al igual que sucede con la legislación estadounidense, los promotores no son sino una excepción a las normas en materia de folletos las cuales “requieren la publicación de un folleto antes de ofrecer valores al público o antes de que estos sean admitidos a cotización en un mercado regulado, a menos que sean de aplicación ciertas excepciones [y e]stas reglas afectarían por tanto al emisor de los valores

¹¹⁵² Vid. 116th CONGRESS, 1st Session, 2019 CONG US HR 4860, *cit.*, Sección 2(c)(2).

¹¹⁵³ Vid. 116th CONGRESS, 1st Session, 2019 CONG US HR 4860, *cit.*, Sección 4.

¹¹⁵⁴ ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 4.1 [Introducción].

implicados en la operación de *crowdfunding*, ya se trate del propio promotor o de un tercero”¹¹⁵⁵.

Por tanto, el objetivo de ambas legislaciones es precisamente reducir la carga derivada de la elaboración de folletos informativos para aquellas ofertas de financiación que no alcancen determinado umbral (5 millones de dólares o de euros, según corresponda) con la esperanza de que ello facilite la obtención de financiación por parte de los promotores o emisores. Como acertadamente se indicaba por la doctrina, el éxito de la financiación participativa y de la obtención de financiación por los promotores en el caso de Europa pasaba precisamente por el establecimiento de una regulación armonizada entre los Estados miembros de manera que todos los países adoptaran los mismos requisitos en materia de “información” o “folleto” requerida para las operaciones por debajo del umbral de los 5 millones¹¹⁵⁶. El umbral de los 5 millones, en el ámbito europeo, se ha destacado que se establece como un umbral que se encuentra por encima de las cifras que generalmente se obtienen en las operaciones de financiación participativa europeas, precisamente porque como se ha expresado por la doctrina los legisladores son conscientes del importante inconveniente que supone la elaboración de folletos para los emisores¹¹⁵⁷.

Como pone de manifiesto cierto sector doctrinal, en los casos de financiación participativa de inversión, el inversor al adquirir la participación en el capital se convierte en socio del promotor o emisor con todos los derechos y obligaciones que ello conlleva de ahí la importancia de la determinación de qué tipo de promotores se encuentran permitidos ¹¹⁵⁸. El Reglamento (UE) 2020/1503 no establece, sin embargo, ningún requisito relativo al promotor y las referencias a este prácticamente están limitadas a la obligación de elaborar la ficha de datos fundamentales de la inversión¹¹⁵⁹.

¹¹⁵⁵ ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 4.2 [Normas sobre los folletos de emisión].

¹¹⁵⁶ ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 4.2 [Normas sobre los folletos de emisión].

¹¹⁵⁷ ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 5 2.3 [Importe máximo de la oferta]

¹¹⁵⁸ ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión, cit.*, epígrafe Cap. 3., 3. [Modalidades de Crowdfunding de inversión].

¹¹⁵⁹ SANCHEZ RUIZ, M., "El equity crowdfunding en el Reglamento (UE) 2020/1503 sobre proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas", *Derecho digital y nuevas tecnologías*, Dir. Madrid Parra, A. y Alvarado Herrera, L., Ed. Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., marzo 2022, Recurso electrónico, epígrafe II.1 [Requisitos de los promotores de proyectos en el Reglamento (UE) 2020/1503].

La falta de regulación adecuada de los promotores se ha sostenido por un sector doctrinal entendiendo que la misma recibe una atención quizás insuficiente, más tomando en consideración la posibilidad de que se planteen sociedades intermedias¹¹⁶⁰. El Reglamento (UE) 2020/1503 contiene en sus Considerandos una referencia a los actores de la financiación participativa entendiendo que esta “implica generalmente a tres tipos de actores: 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”¹¹⁶¹. Dispone, además, el Reglamento una definición de los emisores o promotores algo laxa al definir al promotor del proyecto como “toda persona física o jurídica que busque financiación a través de una plataforma de financiación participativa”¹¹⁶². Se ha entendido como los rasgos fundamentales de los promotores la solicitud de financiación en nombre propio y el destino de la financiación a un proyecto determinado¹¹⁶³.

Indica además, que “en interés de una protección eficaz de los inversores y del establecimiento de un mecanismo de disciplina de mercado” se establece un máximo al total de las ofertas de financiación participativa que puede realizar un promotor, siendo este de 5 millones de euros por considerar que dicho umbral es el que se utiliza por “la mayoría de Estados miembros para eximir a los valores ofertados al público de la obligación de publicar un folleto, de conformidad con el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo”¹¹⁶⁴. No se establece, sin embargo, en el Reglamento una regulación integral de la figura del promotor como tal, sino que se contienen referencias aisladas relativas a estos y a sus obligaciones o requisitos a lo largo del articulado. En cuanto a las mencionadas obligaciones, conviene destacar tanto las obligaciones de diligencia debida (artículo 5), que se imponen al proveedor de servicios de financiación participativa pero afectan sustancialmente al promotor del proyecto);

¹¹⁶⁰ *Vid.*, en este sentido, SÁNCHEZ RUIZ, M., “Digitalización de sociedades”, *cit.*, p.6.

¹¹⁶¹ Considerando 2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹¹⁶² Artículo 2.1 h) del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹¹⁶³ Ver LOPEZ ORTEGA, R., “Las plataformas de financiación”, *cit.*, p. 186, quien entiende que “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”.

¹¹⁶⁴ Considerando 16 del Reglamento (UE) 2020/1503.

conflictos de intereses (artículo 8); implicaciones del periodo de reflexión contractual (artículo 22); obligaciones referidas a la información sobre los proyectos que ha de figurar en la ficha de datos fundamentales de la inversión, así como la comunicación de los posibles cambios en dicha información y la responsabilidad por la veracidad y exactitud de la información facilitada (artículo 23).

La regulación relativa a los promotores introducida por la Ley 18/2022 es si cabe todavía más somera ya que se refiere a estos básicamente en el nuevo artículo 51.2 el cual establece que “la responsabilidad por la información que figura en la ficha de datos fundamentales de la inversión recaerá en el promotor del proyecto o en sus órganos de administración, dirección o supervisión”¹¹⁶⁵. Resulta sin embargo interesante el Considerando 53 del Reglamento (UE) 2020/1503 ya que hace referencia a los casos en que el proveedor de servicios de financiación participativa “detecta una omisión, error o inexactitud en la ficha de datos fundamentales de la inversión, que pueda tener un impacto importante en la rentabilidad esperada de la inversión,” ya que en esos casos el proveedor de servicios de financiación participativa “debe señalar sin demora dicha omisión, error o inexactitud al promotor del proyecto, quien debe completar o corregir dichos datos”. Resulta cuestionable el funcionamiento de esta previsión en la práctica ya que difícilmente estará el proveedor en mejor situación que el promotor para identificar omisiones, errores o inexactitudes en los proyectos de este último.

Ello contrasta con la regulación más específica en relación con los promotores establecida en la Ley 5/2015, en su redacción anterior a la Ley 18/2022, donde se establecía que el promotor persona jurídica debía estar válidamente constituido en España o en otro Estado miembro de la Unión Europea y las personas físicas debían tener su residencia fiscal en España o en otro Estado miembro de la Unión Europea¹¹⁶⁶. Se establecía, además, que tanto los promotores o socios de la entidad promotora, como el administrador del promotor o los miembros de su Consejo de Administración, no podían hallarse inhabilitados conforme a lo previsto en la legislación concursal, o normativa equivalente de otros Estados miembros de la Unión Europea, ni [podían] 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 Social¹¹⁶⁷.

¹¹⁶⁵ Artículo 51.2 de la Ley 5/2015 en la redacción dada por la Ley 18/2022.

¹¹⁶⁶ Artículo 67.1 de la Ley 5/2015 en su redacción original.

¹¹⁶⁷ Artículo 67.2 de la Ley 5/2015 en su redacción original.

Parece, además, exigirse que los promotores personas jurídicas habrían de estar válidamente constituidos, de modo que no podrían ser promotoras las sociedades en formación ni cabría utilizar el *crowdfunding* para la constitución de una sociedad¹¹⁶⁸.

En cuanto a la regulación de los promotores o emisores extranjeros, en el caso de la regulación estadounidense se permite que los emisores extranjeros puedan utilizar los portales de financiación, si bien cumpliendo requisitos específicos. La regulación española no contiene una mención tan específica como la estadounidense, pero se podría entender que, sin existir prohibición específica estos podrían efectuar las emisiones siempre y cuando cumplieren con la regulación aplicable.

En el caso de la regulación española actual, parece que esta cuestión no se regula de manera clara y completa, mientras que la redacción original de la Ley 5/2015 establecía la necesidad de que los promotores personas jurídicas debieran estar válidamente constituidos en España o en otro Estado miembro de la Unión Europea (y, en el caso de personas físicas, estas debían tener su residencia fiscal en España o en otro Estado miembro de la Unión Europea)¹¹⁶⁹. No se mencionaba en la regulación original de la financiación participativa en España, sin embargo, la posibilidad de promotores extranjeros.

La actual regulación de la Ley 5/2015, en la redacción dada por la Ley 18/2022 no contiene mención alguna a la posibilidad de que los promotores que hagan uso de las plataformas de financiación participativa en España sean actores extranjeros. En el caso del Reglamento (UE) 2020/1503, se establece en el artículo 2.1 apartado h) el concepto general de promotor, como toda persona física o jurídica que busque financiación a través de una plataforma de financiación participativa¹¹⁷⁰; sin entrar a determinar si estos pueden ser extranjeros. No se establece de hecho tampoco ninguna mención específica a la posibilidad o no de que promotores no comunitarios hagan uso de las plataformas de financiación participativa y de los servicios prestados por los proveedores de servicios de financiación participativa bien en España o en otro Estado miembro.

¹¹⁶⁸ *Vid.* En este sentido, MORENO SERRANO, E., “Configuración jurídica”, *cit.*, epígrafe III.1 [Los titulares del proyecto o idea para la que se busca financiación].

¹¹⁶⁹ Artículo 67.1 de la Ley 5/2015 en su redacción original.

¹¹⁷⁰ Artículo 2.1 h) del Reglamento (UE) 2020/1503.

2.2 Concurrencia de circunstancias inhabilitantes en los promotores

Si bien no se presenta específicamente como una “inhabilitación” o “descalificación”, en el artículo 5 del Reglamento (UE) 2020/1503 regula determinados requisitos de diligencia debida (*due diligence*). El proveedor de servicios de financiación participativa está obligado a la obtención de las pruebas necesarias para demostrar que el promotor del proyecto no tiene antecedentes penales 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 que este no está establecido en un país o territorio no cooperador¹¹⁷¹.

La potencial descalificación o inhabilitación de emisores o promotores es una opción regulatoria para garantizar la integridad de la industria y con ello evitar que emisores o promotores “problemáticos” participen en actividades de financiación participativa, con el consiguiente riesgo para los inversores de poder ser víctimas de ofertas fraudulentas o engañosas. Una de las principales diferencias en los enfoques legislativos al respecto es el hecho de que en Estados Unidos la regulación es mucho más específica y deriva principalmente de la aplicación de la regla del “mal actor” (*bad actor*) anteriormente expuesta, que prohíbe a los emisores participar en campañas de *crowdfunding* si han sido condenados por determinados delitos o han sido objeto de una orden o sentencia judicial por violar las leyes de valores. España, sin embargo, no ha establecido una regla tan específica y directa, sino que la incluye, de forma indirecta, en el ámbito de la diligencia debida para recabar la acreditación de carecer de antecedentes penales, por un ámbito quizás más limitado de delitos, aunque también podría entenderse como más acotado y relevante.

Se ha de destacar, como ya se ha mencionado, que el artículo 67.2 de la Ley 5/2015 en su redacción original sí que establecía ciertos requisitos relativos tanto los promotores como a los socios de la entidad promotora, en cuanto a que la inhabilitación de estos no les permitiría ser promotores¹¹⁷².

¹¹⁷¹ Artículo 5 del Reglamento (UE) 2020/1503. *Vid.* en este sentido SANCHEZ RUIZ, M., “El equity crowdfunding en el Reglamento (UE) 2020/1503 sobre proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas”, Derecho digital y nuevas tecnologías, Dir. Madrid Parra, A. y Alvarado Herrera, L., Ed. Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., marzo 2022, Recurso electrónico, epígrafe II.1 [Requisitos de los promotores de proyectos en el Reglamento (EU) 2020/1503].

¹¹⁷² *Vid. Supra* y *vid.* también Artículo 67.2 de la Ley 5/2015 en su redacción original.

2.3 Publicidad por parte de los promotores

No se establecen preceptos detallados en cuanto a la publicidad *por parte de los promotores* en la regulación actual de la financiación participativa, extremo este que resulta muy llamativo, dado que se produce un vacío de regulación en cuanto a si esta se permite o no y en qué términos.

Sí se ha regulado sin embargo la publicidad *por parte de los proveedores de servicios de financiación participativa*. En la regulación original de la Ley 5/2015, el artículo 64 contenía la regulación relativa a la publicidad si bien por parte de las plataformas. El apartado segundo prescribía que “[l]as plataformas de financiación participativa podrán publicitar y realizar comunicaciones de carácter comercial sobre proyectos concretos de financiación participativa siempre y cuando la selección de los mismos se base en criterios objetivos y no discriminatorios sobre los que se informará a los clientes”¹¹⁷³. El artículo 61 de la Ley 5/2015, en su redacción anterior a la Ley 18/2022, hacía referencia asimismo a los mínimos de información que había de ser publicada en la página web por parte de las plataformas de financiación participativa, esto es, por los proveedores de servicios de financiación participativa.

Actualmente, el Reglamento (UE) 2020/1503 hace referencia a las comunicaciones publicitarias, entendiendo que estas son “toda información o comunicación de un proveedor de servicios de financiación participativa a un inversor potencial o promotor potencial de un proyecto relativa a los servicios prestados por dicho proveedor, distinta de la información que se ha de facilitar al inversor en cumplimiento del presente Reglamento”¹¹⁷⁴. La regulación del Reglamento (UE) 2020/1503 se refiere principalmente, por tanto, a la publicidad *por parte del proveedor de servicios de financiación participativa* y se encuentran referencias a esta en el artículo 23.3 en cuanto a la publicidad de una oferta de financiación participativa “mediante una comunicación comercial en otro Estado miembro”, en cuyo caso se requiere la traducción de la ficha de datos fundamentales de la inversión. El análisis pormenorizado de las comunicaciones publicitarias por parte de los proveedores de servicios de financiación participativa se realizará *infra* en el epígrafe 9.

¹¹⁷³ Artículo 64.2 de la Ley 5/2015 en su redacción original.

¹¹⁷⁴ Artículo 2.1 o) del Reglamento (UE) 2020/1503.

Como vemos, en el caso español no existe un régimen como tal relativo a la posibilidad de compensación por parte del promotor de un proyecto a aquellos que lo publiciten, ya que el mismo no se encuentra regulado ni en la ley actual redacción de la Ley 5/2015 dada por la Ley 18/2022 ni en el propio Reglamento (UE) 2020/1503. Existe tan solo una referencia indirecta en el caso del Reglamento con una mención en el artículo 3.3 a que “los proveedores de servicios de financiación participativa no pagarán ni aceptarán ningún tipo de remuneración, descuento o rendimiento no pecuniario por orientar las órdenes de los inversores hacia una determinada oferta de financiación participativa realizada en sus plataformas de financiación participativa o a una determinada oferta de financiación participativa realizada en una plataforma de financiación participativa de un tercero”¹¹⁷⁵. Se puede entender que el principal interesado, si no el único, en efectuar esos pagos sería precisamente el promotor, para mejorar sus opciones de recibir la financiación deseada. Por ese motivo, de una manera indirecta, se establece también la prohibición de que el promotor remunere al prestador de servicios de la información por orientar las órdenes de los inversores hacia su oferta de financiación participativa.

No existe otra mención expresa en cuanto a la posibilidad o no de remunerar a individuos o entidades distintas de los proveedores de servicios de financiación, a efectos de la publicitación de específicas campañas de *crowdfunding* o proyectos de financiación participativa.

II. PROYECTOS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA

1. Régimen de los proyectos *crowdfunding* ofertados en Estados Unidos

1.1 Concepto e información sobre el proyecto en Estados Unidos

No establece la regulación estadounidense como tal un concepto de lo que ha de entenderse como proyecto de *crowdfunding*, si bien la sección 227.303 establece los requisitos necesarios con relación a los proyectos. Un aspecto muy importante sobre los proyectos y ofertas de *crowdfunding* es que un emisor no pueda realizar una oferta de

¹¹⁷⁵ Artículo 3.3 del Reglamento (UE) 2020/1503.

crowdfunding utilizando más de un intermediario¹¹⁷⁶. A tal efecto se establece en relación con la información del emisor, que un intermediario en una transacción que involucre una oferta o venta de valores de *crowdfunding* debe poner a disposición de la SEC y de los inversores cualquier información que se requiera que se proporcione por el emisor de los valores bajo las secciones 227.201 y 227.203(a)¹¹⁷⁷.

Tal información debe estar disponible públicamente en la plataforma del intermediario, de manera tal que permita razonablemente que una persona acceda a la plataforma para guardar, descargar o almacenar la información¹¹⁷⁸. Asimismo, debe estar disponible públicamente en la plataforma del intermediario durante un mínimo de 21 días antes de que se vendan los valores en la oferta, durante cuyo tiempo el intermediario puede aceptar compromisos de inversión¹¹⁷⁹. Se dispone también que cualquier información adicional proporcionada por el emisor, debe permanecer públicamente disponible en la plataforma del intermediario hasta la oferta y venta de valores de *crowdfunding* se complete o se cancele; y, además, se establece que un intermediario puede no requerir que ninguna persona establezca una cuenta con el intermediario para acceder a esta información¹¹⁸⁰.

La regulación estadounidense requiere que una vez que se haya recibido el compromiso de inversión por parte del inversor se provea por parte de la plataforma de financiación o del corredor, es decir, de los intermediarios, una notificación en la que se establezca la cantidad monetaria del compromiso de inversión como el precio de los títulos valores, el nombre del emisor, y la fecha y tiempo hasta la cual el inversor puede cancelar el compromiso de inversión¹¹⁸¹.

Se requiere que en el caso en que se proceda con la inversión se confirme la transacción bien en el momento que la misma se completa o antes de la misma¹¹⁸². La confirmación se realizará a través de una notificación que incluya la información de la fecha de la transacción, el tipo de título valor que el inversor ha adquirido, precio identidad y número de los títulos valores adquiridos por el inversor, el número de títulos

¹¹⁷⁶ Instrucción a la sección 227.100(a)(3) del Título 17 CFR.

¹¹⁷⁷ Sección 227.303(a) del Título 17 CFR.

¹¹⁷⁸ Sección 227.303(a)(1) del Título 17 CFR.

¹¹⁷⁹ Sección 227.303(a)(2) del Título 17 CFR.

¹¹⁸⁰ Sección 227.303(a)(3) y (4) del Título 17 CFR.

¹¹⁸¹ Sección 227.303(d) del Título 17 CFR.

¹¹⁸² Sección 227.303(f) del Título 17 CFR.

valores vendido por el emisor en la transacción, así como los precios a los que fueron vendidos¹¹⁸³. En el caso de que se trate de un título valor de tipo obligación, es decir, aquellos en los que sustente una parte de una deuda y se remunere a través de un interés, se deberá determinar el tipo de interés y el vencimiento calculado. Si se trata de un título valor convertible (*callable security*), se deberá determinar, además, la primera fecha en la cual el título valor puede ser convertido por el emisor, el origen, forma y cantidad recibida o que se recibirá por el intermediario en conexión con la transacción, incluyendo cualquier tipo de retribución que reciba o vaya a ser recibida por el intermediario de personas distintas del propio emisor¹¹⁸⁴. En estos casos, lo que se puede producir es que se emita el valor como una obligación (*note*) que, posteriormente, se convierta en capital. Son, por tanto, posibles, entiende la doctrina, estos productos híbridos que se canjeen con posterioridad o incluso en la potencial venta de la empresa¹¹⁸⁵.

El intermediario que cumpla con los requisitos de la notificación de confirmación mencionada está exento de los requisitos de la sección 240.10b–10 relativa a la confirmación de las transacciones en cuanto a la transacción de *crowdfunding*¹¹⁸⁶.

Se establece además que la falta de cumplimiento por parte del emisor con las secciones 227.202, 227.203(a)(3) y 227.203(b) no impide al emisor poder basarse en la exención¹¹⁸⁷. En este sentido, se establece que el incumplimiento de un término, condición o requisito de la regulación de *crowdfunding* no resultará en la pérdida de la exención de los requisitos de la Sección 5 de la *Securities Act* (15 U.S. Code § 77e), es decir, los relativos a las prohibiciones relativas al comercio interestatal y corro, para cualquier oferta o venta a un individuo en particular o entidad si se cumplen ciertos requisitos¹¹⁸⁸. A tal efecto, se requiere que el emisor que confía en la exención demuestre que el incumplimiento fue insignificante con respecto a la oferta en su conjunto; que el emisor hizo un intento razonable y de buena fe para cumplir con todos los términos, condiciones y requisitos; o que el emisor no sabía de tal incumplimiento, cuando el incumplimiento fue el resultado del incumplimiento del intermediario o dicho

¹¹⁸³ Sección 227.303(f)(1)(i)(ii) y (iii) del Título 17 CFR.

¹¹⁸⁴ Sección 227.303(f)(1)(iv)(v) y (iv) del Título 17 CFR.

¹¹⁸⁵ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El “Equity Crowdfunding” o financiación en masa”, *cit.*, p.44-45.

¹¹⁸⁶ Sección 227.303(f)(2) del Título 17 CFR.

¹¹⁸⁷ Sección 227.100(a)(4) del Título 17 CFR.

¹¹⁸⁸ Sección 227.502(a) del Título 17 CFR.

incumplimiento por parte del intermediario se produjo únicamente en ofertas distintas de la oferta del emisor¹¹⁸⁹. Conviene destacar que la sección 227.502(a), si bien no determina la pérdida de la exención, tampoco impide que la SEC pueda proceder a interponer una acción de cumplimiento para obtener una reparación adecuada por el incumplimiento del emisor de cumplir con todos los términos, condiciones y requisitos aplicables de la regulación de *crowdfunding*¹¹⁹⁰.

Como se puede observar, los requisitos de información en cuanto a los proyectos son bastante extensos. Se ha entendido por ello que puede no ser el mecanismo adecuado para la financiación de empresas con información comercial o financiera demasiado sensible para ser compartidos con un gran número de inversores o para aquellas empresas que son particularmente intensivas en capital en etapas tempranas o requieren apoyo solo se puede facilitar por los inversores institucionales¹¹⁹¹.

Se puede pensar que los requerimientos son abundantes incluso para lo que podría entenderse como ofertas exentas como las de *crowdfunding*; sin embargo, ello ha de ponerse en contexto con el coste de la preparación de una declaración de registro, que puede llegar a requerir más de 1.200 horas de trabajo, incluyendo el trabajo entre otros, del propio emisor, abogados, contables, etc.¹¹⁹². Los costes de las campañas de *crowdfunding* serán en principio y casi seguro más limitados, principalmente por el hecho de estar exentos del requisito de registro¹¹⁹³. Además, no se encontrará sujeto el emisor a la obligación de preparar ciertos costosos informes trimestrales y anuales, así como los otros costes asociados con el cumplimiento de la ley *Sarbanes-Oxley*¹¹⁹⁴.

Puesto en contexto con el resto de la regulación y con la necesidad de la protección de los inversores, quizás se pueda entender que el nivel de información a proporcionar y los requisitos impuestos son equilibrados y adecuados para esta exención.

¹¹⁸⁹ Sección 227.502(a)(1)(2) y (3) del Título 17 CFR.

¹¹⁹⁰ Sección 227.502(b) del Título 17 CFR.

¹¹⁹¹ OECD, "New Approaches to SME and Entrepreneurship", *cit.*, p.57.

¹¹⁹² SCHWARTZ, A., "Crowdfunding Securities", *cit.*, p. 1469.

¹¹⁹³ SCHWARTZ, A., "Crowdfunding Securities", *cit.*, p. 1470.

¹¹⁹⁴ SCHWARTZ, A., "Crowdfunding Securities", *cit.*, p. 1471.

1.2 Finalización de las campañas

En los casos de finalización anticipada de la campaña por la obtención total de la financiación se establecen ciertos requisitos para el emisor. Se permite el cierre de la campaña una vez obtenida la cantidad objetivo, sin tener que esperar al plazo fijado en la oferta, cuando se cumplan ciertas condiciones. Se requiere que la campaña haya permanecido abierta por un mínimo de 21 días, y que el intermediario haya dado noticia, tanto a los inversores existentes como a los potenciales, de la nueva fecha límite de la campaña, del derecho de los inversores a cancelar sus compromisos de inversión por cualquier motivo hasta las 48 horas antes de la nueva fecha límite, así como que proporcione la información de si el emisor va a continuar aceptando compromisos de inversión durante las 48 horas anteriores a la nueva fecha límite¹¹⁹⁵. Se requiere, además, que la nueva fecha límite se programe y se fije, por lo menos, 5 días laborables después de que esta se haya notificado a los inversores. Por último, se requiere que el emisor continúe obteniendo o excediendo la cantidad objetivo de la campaña al cierre de esta, según el nuevo plazo límite¹¹⁹⁶.

La regulación estadounidense hace asimismo referencia a los supuestos en que se produzca un cambio sustancial en los términos de una oferta o en la información proporcionada por el emisor. En estos casos, el intermediario informará a los inversores sobre el cambio producido y el hecho de que la operación de inversión será cancelada a menos que la confirme el inversor dentro de los cinco días hábiles posteriores a la recepción del aviso¹¹⁹⁷. Si el inversor no confirma esta en los cinco días hábiles siguientes, el intermediario debe notificar al inversor que el compromiso de inversión fue cancelado, el motivo y el reembolso que se espera que reciba el inversor, e instar la devolución de los fondos al inversor¹¹⁹⁸. El análisis de esta opción se desarrolla más pormenorizadamente en el *apartado I.5 del Capítulo Cuarto*.

En el caso de la cancelación de las campañas o proyectos de *crowdfunding* se ha establecido una medida de protección de los inversores relativa al reembolso de los fondos en el caso de que la campaña de *crowdfunding* no sea completada por el emisor¹¹⁹⁹. Se

¹¹⁹⁵ Sección 227.304(b)(1) y (2) del Título 17 CFR.

¹¹⁹⁶ Sección 227.304(b)(3) y (4) del Título 17 CFR.

¹¹⁹⁷ Sección 227.304(c)(1) del Título 17 CFR.

¹¹⁹⁸ Sección 227.304(c)(1) del Título 17 CFR.

¹¹⁹⁹ Sección 227.304(d) del Título 17 CFR.

requiere en estos casos que dentro de los 5 días laborables el intermediario proporcione a cada uno de los inversores una notificación de la cancelación explicando la razón de esta, la cantidad a reembolsar al inversor y que éste recibirá, así como proceder o requerir a que se proceda al reembolso de los fondos del inversor, y evite que otros inversores continúen haciendo compromisos de inversión en relación con esa oferta o campaña de financiación en su plataforma¹²⁰⁰.

1.3 Límites de financiación y supuestos de integración en las operaciones de crowdfunding en Estados Unidos

En la exención de *crowdfunding* se permite que un emisor pueda ofrecer o vender valores siempre que la cantidad total de valores vendidos a todos los inversores por el emisor de conformidad con la sección de *crowdfunding* durante el período de 12 meses anterior a la fecha de dicha oferta o venta, incluidos los valores ofrecidos en dicha transacción, no exceda de los \$5.000.000¹²⁰¹.

Como ya hemos destacado, la SEC ajustó la máxima cantidad agregada que un emisor puede vender bajo la regulación *crowdfunding* en un periodo de 12 meses, siendo esta originalmente de \$1.000.000, y posteriormente en 2017 pasó a ser de \$1.070.000 tras el ajuste de inflación, y de \$5.000.000 tras el ajuste anunciado a finales de 2021¹²⁰². A tal efecto, la SEC adoptó además enmiendas a las secciones 227.100 y 227.201(t) de la regulación *crowdfunding* y de la *Securities Act Form C* para adaptar a las nuevas cantidades a la inflación en ambos casos¹²⁰³. La necesidad de tal incremento a 5 millones ya había sido propugnada por un sector doctrinal¹²⁰⁴. Asimismo, el departamento del Tesoro de los Estados Unidos, en sus recomendaciones para la supervisión de los mercados de capitales como parte de su segundo informe relativo a principios centrales

¹²⁰⁰ Sección 227.304(d)(1)(2) y (3) del Título 17 CFR.

¹²⁰¹ Sección 227.100(a)(1) del Título 17 CFR.

¹²⁰² SEC, “Final Rule Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets”, Release Nos. 33-10884; 34-90300, disponible en <https://www.sec.gov/rules/final/2020/33-10884.pdf>, fecha de última consulta el 1 de julio de 2023, la cual incrementa la cantidad de financiación que los emisores de crowdfunding pueden recibir a 5 millones de dólares.

¹²⁰³ Vid. SEC, “Final Rule Inflation Adjustments...”, *cit.*, p. 5.

¹²⁰⁴ Vid. entre otros MURPHY, T.. “Playing to a New Crowd”, *cit.*, p.802, quien entendía que “*the crowdfunding provisions of the JOBS Act should be amended to increase the annual amount that an entrepreneur can raise from crowd-funded securities from \$1 million to \$5 million.*”

para la regulación financiera, establecía ciertas recomendaciones para la expansión del *crowdfunding*¹²⁰⁵. Como parte de estas, ya se recomendaba a la SEC que aumentase la cuantía de los valores que podían ser ofertados en un periodo de 12 meses a 5 millones de dólares en vez de un millón¹²⁰⁶. El incremento a 5 millones fue, por tanto, positivamente recibido en general, si bien alguno de los comentarios recibidos durante la revisión de la propuesta mostraba su preocupación por la extensión de los mercados privados a costa de los públicos; otros, a su vez, mostraban su preocupación por la falta de una evidente necesidad para el incremento¹²⁰⁷. No obstante, los citados límites a la cuantía siguen siendo considerados como demasiado restrictivos para algunos sectores. Al efecto, ciertos grupos de defensores del *crowdfunding* recientemente se han movilizado para expandir el programa federal¹²⁰⁸. Conforme con esta línea, la Asociación de Plataformas de Inversión en Línea redactó un proyecto de ley para permitir que las nuevas empresas recaudasen hasta \$10 millones al año en línea, elevando por lo tanto sustancialmente la cantidad de \$1 millón y \$1.07 millones existente en su momento e incluso superior a la cantidad de \$5 millones actual¹²⁰⁹.

Se establece en cuanto a la cantidad máxima de la oferta un precepto específico que hace referencia a su cálculo. En este sentido se dispone que, a los fines de la sección 227.201(r) (a saber en el ámbito de la información a proporcionar por el emisor; la descripción de cualquier transacción desde el principio del último año fiscal del emisor en que determinadas personas tengan un interés); del cálculo de la cantidad agregada ofrecida y vendida en la sección 227.100(a) (cantidad máxima a ofertar), de la sección 227.201(t) (información a proporcionar cuando el objetivo de la oferta sea menor de \$124.000); y de la determinación de si un emisor ha vendido previamente valores en la sección 227.201(t)(3) (información a proporcionar cuando el objetivo de la oferta sea menor de \$618.000), el emisor debe incluir todas las entidades controladas por o bajo el control común con el emisor y cualquier antecesor del emisor¹²¹⁰. Se entiende que el

¹²⁰⁵ Vid. U.S. Department of the Treasury, “A Financial System That Creates Economic Opportunities Capital Markets”, disponible en <https://home.treasury.gov/system/files/136/A-Financial-System-Capital-Markets-FINAL-FINAL.pdf>, fecha de última consulta el 3 de julio de 2023, pp. 1-232, p. 40-42.

¹²⁰⁶ U.S. Department of the Treasury, “A Financial System”, *cit.*, p.41.

¹²⁰⁷ SEC, “Final Rule Facilitating Capital...”, *cit.*, p. 144.

¹²⁰⁸ STRICHERZ, M., “Crowdfunding advocates seek support to expand federal program”, *CQ Roll Call*, WL 4509178, September 19, 2019, Thomson Reuters, Recurso electrónico, fecha de última consulta el 26 de abril de 2020.

¹²⁰⁹ STRICHERZ, M., “Crowdfunding advocates seek”, *cit.*

¹²¹⁰ Sección 227.100(c) del Título 17 CFR.

término control significa la posesión, directa o indirecta, del poder para dirigir o causar la dirección de la gestión bien a través de la propiedad de valores con derecho a voto, por contrato o de otra manera¹²¹¹. Se dispone que, para determinar si se deben integrar ofertas y ventas, se ha de estar a lo dispuesto en la sección 230.152 relativa a la integración¹²¹². En el ámbito de los Estados Unidos y dada la especialidad de este en su regulación de las excepciones de registro, la SEC ha desarrollado la doctrina de la integración.

El desarrollo de esta fue motivado principalmente por la preocupación de que los emisores pudieran tratar de evitar los requisitos de registro de la *Securities Act* mediante la separación de ofertas individuales, que debían registrarse bajo la Sección 5 de la *Securities Act* (una oferta no exenta), en varias ofertas supuestamente exentas bien a través de la Sección 3 (valores exentos) o bien de la Sección 4 (transacciones exentas) de la *Securities Act*. La doctrina se utiliza para determinar si diversas ofertas han de integrarse, y de ser así, han de ser tratadas como una oferta única para determinar si está disponible una exención de registro bajo la *Securities Act*. Generalmente se usa para determinar si dos o más ofertas exentas supuestamente son realmente una oferta que no califica como una oferta exenta, o si una oferta exenta es realmente parte de una oferta pública registrada¹²¹³.

Conviene mencionar asimismo la referencia de la sección 7d-1(g) del Título 15 del *U.S. Code* el cual determina que nada de lo dispuesto en la regulación de *crowdfunding* (en la sección 77d-1 o la sección 77d(6)1) del Título 15 del *U.S. Code*) se interpretará en el sentido de impedir que un emisor obtenga capital a través de métodos no descritos en la sección de *crowdfunding*.

¹²¹¹ Sección 227.100(c) Instruction to paragraph (c) del Título 17 CFR.

¹²¹² Sección 227.100(e) del Título 17 CFR.

¹²¹³ Practical Law Corporate & Securities, “Multiple Offerings: Dealing With Integration”, Practice Note 1-381-9554, Thomson Reuters Practical Law, Recurso electrónico. fecha de última consulta el 10 de marzo de 2020, epígrafe [What is integration?]

2. Régimen de los proyectos de financiación participativa ofertados en España

2.1 Concepto e información sobre el proyecto en España

Los proyectos de financiación participativa han sido considerados por la doctrina como el “elemento objetivo por antonomasia” de las operaciones de financiación participativa¹²¹⁴. Se concibe este como “el “destino” de la “financiación” solicitada”¹²¹⁵.

En el caso español, la redacción anterior a la reforma de 2022 del artículo 49 de la Ley 5/2015 no establecía como tal un concepto de proyecto, pero establecía los requisitos que habían de tener los proyectos de financiación participativa y establecía que los mismos debían estar dirigidos a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que, invirtiendo de forma profesional o no, esperan obtener un rendimiento dinerario. Tal disposición establecía que la regulación española no contemplaba la regulación de los proyectos que se instrumentalizan a través de donaciones y que la regulación se encontraba limitada a las modalidades de valores negociables y préstamos. Se requería, asimismo, que los proyectos fuesen realizados por parte de promotores que solicitasen la financiación en nombre propio, no cabía por tanto representación o solicitud por parte de un tercero, y los promotores podían ser tanto personas físicas o jurídicas, y que la financiación fuese a través de algunas de las formas previstas en el artículo 50 de la Ley¹²¹⁶. Por último, se establecía, además, que la financiación captada había de destinarse exclusivamente a un proyecto concreto del promotor, bien de tipo empresarial, bien formativo o de consumo¹²¹⁷. Se incluían, asimismo, ciertas prohibiciones. La financiación a través de las plataformas de financiación participativa no podía consistir en financiación profesional de terceros y, en particular, en la concesión de créditos o préstamos. Tampoco podía consistir en la “suscripción o adquisición de acciones, obligaciones y otros instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado, en un sistema multilateral de negociación o en mercados equivalentes de un tercer país”¹²¹⁸.

¹²¹⁴ GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *Plataformas de financiación participativa*, cit., p.246.

¹²¹⁵ GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *Plataformas de financiación participativa*, cit., p.250.

¹²¹⁶ Artículo 49 b) y d) de la Ley 5/2015 en su redacción original.

¹²¹⁷ Artículo 49 c) de la Ley 5/2015 en su redacción original.

¹²¹⁸ Artículo 49 de la Ley 5/2015 en su redacción original.

Se prohibía, asimismo, la suscripción o adquisición a través de la financiación obtenida a través del *crowdfunding* de acciones y participaciones “de instituciones de inversión colectiva o de sus sociedades gestoras, de las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado”¹²¹⁹.

La regulación anterior abogaba por que los proyectos fueran evaluados con la diligencia debida. Sin embargo, no establecía claras indicaciones en cuanto a los requisitos y el procedimiento de cómo llevar a cabo tal evaluación¹²²⁰.

Sí que se establece ahora en el artículo 2.1 l) del Reglamento (UE) 2020/1503 qué ha de entenderse por proyecto de financiación participativa y lo concibe como “la actividad o las actividades empresariales que un promotor de un proyecto pretende financiar mediante una oferta de financiación participativa”¹²²¹.

El artículo 23 regula la ficha de datos fundamentales de la inversión. Se deberá facilitar a los inversores potenciales toda la información referida en el citado artículo sobre el proyecto, incluyendo una ficha de datos fundamentales de la inversión elaborada por el promotor del proyecto para cada oferta de financiación participativa, facilitada a los inversores potenciales por parte del proveedor de servicios de financiación¹²²². La información ha de facilitarse en una de las lenguas oficiales del Estado que haya concedido la autorización al proveedor de servicios de financiación participativa, o bien en otra lengua aceptada por dichas autoridades. También podrá ser traducida a lengua distinta reflejando con exactitud el contenido de la ficha original¹²²³. En el caso de que se publicite una oferta de financiación participativa mediante comunicación comercial en Estado distinto del de la autorización, la ficha debe estar disponible también en, al menos, una de las lenguas oficiales de dicho Estado o en una lengua aceptada por las autoridades competentes, pudiendo, además, ser traducida a lengua distinta¹²²⁴. La información relativa a las lenguas se comunicará por parte de las autoridades competentes a la AEVM y esta la publicará en su sitio web¹²²⁵. La ficha de datos fundamentales de la inversión

¹²¹⁹ Artículo 49 c) de la Ley 5/2015 en su redacción original.

¹²²⁰ PASTOR NÚÑEZ DE CASTRO, E., (2020), “Análisis de los límites de inversión”, *cit.*, p.1235.

¹²²¹ Artículo 2.1 l) del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹²²² Artículo 23.1 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹²²³ Artículo 23.2 y 23.4 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹²²⁴ Artículo 23.3 y 23.4 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹²²⁵ Artículo 23.5 del Reglamento (UE) 2020/1503.

habrá de incluir la información mencionada en el anexo I, que posteriormente se analizará con detalle. Se ha entendido que la ficha de datos fundamentales de la inversión es una “oferta vinculante, dirigida *ad incertam personae*, en tanto que contiene los aspectos esenciales de una posible relación contractual futura”¹²²⁶.

Se requiere la inclusión de una cláusula de exención de responsabilidad que habrá de incorporarse justo bajo el título de la ficha de datos fundamentales de la inversión estableciendo que “[l]a presente oferta de financiación participativa no ha sido verificada ni aprobada por las autoridades competentes ni por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (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 parcial o total del dinero invertido”¹²²⁷. Junto con ella se incluirá, además, una advertencia de riesgo a efectos de que los inversores tomen consciencia de los potenciales riesgos derivados de la inversión en proyectos de financiación participativa la cual ya ha sido analizada anteriormente. Tal advertencia dispondrá que “[i]nvertir en este proyecto de financiación participativa entraña riesgos, incluido el de pérdida parcial o total del dinero invertido. Su inversión no está cubierta por los sistemas de garantía de depósitos establecidos de conformidad con la Directiva 2014/49/UE del Parlamento Europeo y del Consejo. Su inversión no está cubierta por los sistemas de indemnización de los inversores establecidos de conformidad con la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo. 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”¹²²⁸.

La ficha de datos fundamentales ha de ser “imparcial, clara y no engañosa” debiendo constar en un soporte duradero y distinguirse de las comunicaciones publicitarias con una extensión máxima “de seis caras de papel en tamaño A4” y de exceder “el resto se incluirá en un anexo adjunto a la ficha de datos fundamentales de la

¹²²⁶ Vid. LOPEZ ORTEGA, R., "Las plataformas de financiación", *cit.*, p.176.

¹²²⁷ Artículo 23.6 b) del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹²²⁸ Artículo 23. 6 c) del Reglamento (UE) 2020/1503.

inversión”¹²²⁹. Resulta llamativo la limitación específica de la extensión de la ficha a seis caras de papel, ya que pudiera ser entendida como un número relativamente arbitrario. y

Se entiende que la finalidad pretendida es no abrumar al inversor con información potencialmente innecesaria y que solo pudiera inducir a confusión. No obstante, el establecimiento de un número tasado y sin tomar en consideración los muy diferentes proyectos que pueden ser financiados no parece ser la técnica más adecuada para conseguir ese objetivo. La opción de incluir un anexo facilita que se siga proporcionando información adicional que se considere relevante, pero sin aclarar qué habrá de constar en las seis primeras caras y qué información habrá de pasarse al anexo por exceder ese número. Es posible que información relevante figure en el anexo y un inversor no suficientemente diligente no realice la revisión debida por figurar en el anexo, en lugar de en la ficha propiamente.

El proveedor de servicios solicitará al promotor que le notifique cualquier cambio de información para poder mantener actualizada la ficha y habrá de informar a los inversores, bien que hayan mostrado interés bien que hayan ofrecido invertir, de cualquier cambio sustancial de la información¹²³⁰.

La responsabilidad por la información de la ficha habrá de recaer en el promotor del proyecto o en sus órganos de administración, dirección o supervisión y estas personas responsables deberán identificarse con claridad en la propia ficha por su nombre y cargo o por su denominación y domicilio social. Se incluirá, además, una declaración en la que los responsables confirmen que “hasta donde alcanza su conocimiento, la información contenida en la ficha de datos fundamentales de la inversión responde a la realidad y no contiene omisiones que puedan afectar a su contenido”¹²³¹. El Reglamento establece, además, que los Estados miembros deberán velar por que las disposiciones sobre responsabilidad civil se apliquen a las personas responsables de esta como mínimo en los casos en que la información sea engañosa o inexacta, o la ficha omita datos fundamentales necesarios a la hora de considerar la financiación del proyecto¹²³². Se requiere que los proveedores de servicios establezcan e implementen algún tipo de procedimientos de

¹²²⁹ Artículo 23.7 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹²³⁰ Artículo 23.8 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹²³¹ Artículo 23.9 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹²³² Artículo 23.10 del Reglamento (UE) 2020/1503.

diligencia debida para la verificación de “la exhaustividad, exactitud y claridad de la información contenida en la ficha de datos fundamentales de la inversión”¹²³³.

Como ya se ha comentado, en el caso de que el proveedor de servicios identifique una “omisión, error o inexactitud en la ficha de datos fundamentales de la inversión que pueda tener un impacto importante en la rentabilidad esperada de la inversión”, este deberá con carácter inmediato notificárselo al promotor a efectos de que proceda a la corrección o inclusión de la información omitida lo antes posible, y en el caso de no aportar o corregir la información, el promotor deberá proceder a suspender la oferta hasta que se corrija o complete, aunque no podrá suspender por más de 30 días naturales ya que pasados estos deberá proceder a la anulación de la oferta¹²³⁴. Es importante resaltar que, en caso de que la omisión, error o inexactitud se refiera a proyectos de gestión individualizada de carteras, y a la ficha de datos fundamentales a nivel plataforma, es el proveedor de servicios de financiación participativa quien directamente procederá a subsanar la omisión, error o inexactitud (dado que es este, y no el promotor del proyecto, quien está obligado a elaborar la mencionada ficha y quien responderá por su contenido)¹²³⁵.

De haber identificado estas omisiones o errores, el proveedor debe comunicar a los clientes que hayan ofrecido invertir o mostrado interés, las medidas adoptadas y que adoptará, así como la posibilidad de retirar su oferta de inversión o su manifestación de interés¹²³⁶. Los inversores podrán solicitar a los proveedores de servicios que hagan traducir la ficha a la lengua de elección del inversor debiendo estar ser una traducción exacta y fiel del contenido de la ficha; en el caso de no poder facilitar la traducción el proveedor de servicios deberá aconsejar inequívocamente la abstención de la inversión al cliente¹²³⁷. Si bien las fichas de datos fundamentales no están sometidas a la aprobación de las autoridades competentes estas sí que podrán solicitar una notificación previa de esta con al menos siete días hábiles de antelación a la fecha en la que se vaya a poner a disposición de los inversores potenciales¹²³⁸. Al facilitar la ficha de datos los proveedores de servicios y los promotores de proyectos, y “mutatis mutandis, las personas físicas o

¹²³³ Artículo 23.11 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹²³⁴ Artículo 23.12 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹²³⁵ Artículo 24.7 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹²³⁶ Artículo 23.12 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹²³⁷ Artículo 23.13 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹²³⁸ Artículo 23.14 del Reglamento (UE) 2020/1503.

jurídicas que asesoren sobre una oferta de financiación participativa o que la publiciten” se entiende que cumplen la obligación de elaborar un documento de datos fundamentales tal como impone el Reglamento (UE) n.o 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo¹²³⁹.

El Reglamento (UE) 2020/1503 establece, como hace en otros preceptos, que la AEVM procederá a elaborar los proyectos de normas técnicas de regulación relativos a modelo para la presentación de la información, los tipos de riesgos principales ligados a la oferta, la utilización de determinados coeficientes financieros para aumentar la claridad de la información financiera fundamental, las comisiones, las tarifas y los gastos de transacción con un desglose detallado de los costes directos e indirectos. La ABE y la AEVM tomarán en consideración la naturaleza de los servicios de financiación participativa y la AEVM deberá remitir a la Comisión el proyecto de normas a más tardar el 10 de mayo de 2022, teniendo estos poderes delegados para la adopción de las normas técnicas¹²⁴⁰.

Conforme a la previsión del Reglamento (UE) 2020/1503 la Comisión procedió a la promulgación del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la ficha de datos fundamentales de la inversión el cual entró en vigor a los veinte días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea¹²⁴¹. La promulgación del citado reglamento tiene por objeto garantizar la comparabilidad de las distintas fichas, así como la interoperabilidad de los datos y las referencias cruzadas, la facilitación de información adicional por los promotores de proyectos, así como la comparabilidad y claridad de la información financiera y de las comisiones y gastos asociados, todo ello a efectos de que los inversores puedan tomar decisiones informadas y fundamentadas¹²⁴². Ha de destacarse, además, la promulgación del Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2120 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se establecen normas técnicas de ejecución para la aplicación del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas y los formatos de datos, plantillas y procedimientos para

¹²³⁹ Artículo 23.15 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹²⁴⁰ Artículo 23.16 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹²⁴¹ Artículo 8 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119.

¹²⁴² Considerandos 1 a 6 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119.

la comunicación de información sobre los proyectos financiados a través de plataformas de financiación participativa.

La regulación relativa a los datos fundamentales de la inversión, como se ha mencionado, se encuentra contenida en el Anexo I del Reglamento (UE) 2020/1503 así como en el propio Reglamento Delegado (UE) 2022/2119 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la ficha de datos fundamentales de la inversión el cual entró en vigor a los veinte días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea¹²⁴³.

El citado Reglamento Delegado (UE) 2022/2119 establece que se utilizará el modelo establecido en el anexo del reglamento a efectos de facilitar la información contenida en la ficha de datos fundamentales de la inversión, debiendo esta ponerse a disposición tan pronto como el proveedor de servicios publique la oferta¹²⁴⁴. La ficha de datos fundamentales de la inversión deberá presentarse en una manera que sea fácil de leer y de comprender, con lenguaje claro y conciso y carente de tecnicismos, especialmente tomando en consideración a los potenciales inversores no experimentados, así como las que se deriven de la “naturaleza, escala y complejidad de la oferta de financiación participativa”¹²⁴⁵. Se requiere, además, que se incluya en la ficha un identificador único y permanente de cada oferta de financiación participativa siendo este el resultado de la concatenación del identificador de la entidad jurídica (LEI) del proveedor de servicios de financiación; un código de ocho caracteres numéricos generado por el proveedor de servicios y único para cada oferta¹²⁴⁶. El citado identificador no será modificado en caso de modificación de la ficha por la traducción de esta a diferentes lenguas, la actualización de la ficha; o la modificación derivada de modificaciones no significativas de la información de la ficha¹²⁴⁷. Se establecen también preceptos específicos en relación con la elección de términos en el modelo de ficha de datos fundamentales de la inversión, a tal efecto se habrá de usar la expresión “objetivo de capital” o “captación de capital” “para las ofertas de financiación participativa relativas a valores negociables de renta variable o los instrumentos admitidos para la financiación

¹²⁴³ Artículo 8 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119.

¹²⁴⁴ Artículo 1 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119.

¹²⁴⁵ Artículo 2 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119.

¹²⁴⁶ Artículo 3.1 y 3.2 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119.

¹²⁴⁷ Artículo 3.3 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119.

participativa”; “objetivo de financiación” o “tomar prestados fondos” “para las ofertas de financiación participativa relativas a préstamos, instrumentos distintos de acciones o participaciones o instrumentos híbridos”; y “valores negociables” o “instrumentos admitidos para la financiación participativa” “de conformidad con el tipo de instrumentos ofrecidos”¹²⁴⁸. En cuanto al posible uso de hipervínculos en la ficha, se establece la posibilidad de usarlos si bien estos habrán de ser complementarios de la información y no sustituirán a la información del modelo a menos que específicamente se determine lo contrario en este, además de tener que ser coherentes con la información de las distintas partes del documento y ser de acceso simple y gratuito¹²⁴⁹.

Los diferentes riesgos que se asocian a una oferta de financiación participativa, así como cuando sea procedente otros posibles riesgos, deberán ser divulgados en la ficha de datos fundamentales¹²⁵⁰. Deberán describirse los riesgos asociados a esa específica oferta, sin que pueden incluirse declaraciones generales sobre estos o limitar la responsabilidad del promotor o representante de este, y tendrá por objeto a los inversores potenciales¹²⁵¹. En cuanto a la información de estados financieros que se incluye en la ficha, estos “se presentarán de conformidad con la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) o los principios contables generalmente aceptados (PCGA) locales, según proceda”¹²⁵².

Conforme al formulario del anexo se establece la necesidad de incluir unas advertencias tales como “La presente oferta de financiación participativa no ha sido verificada ni aprobada por [la autoridad competente] ni por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (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 parcial o total del dinero invertido”¹²⁵³.

Se incluirá, además, una segunda advertencia específica sobre los riesgos estableciendo que “Advertencia sobre los riesgos. Invertir en este proyecto de financiación participativa entraña riesgos, incluido el de pérdida parcial o total del dinero

¹²⁴⁸ Artículo 4 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119.

¹²⁴⁹ Artículo 5 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119.

¹²⁵⁰ Artículo 6.1 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119.

¹²⁵¹ Artículo 6.2 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119.

¹²⁵² Artículo 7 del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119.

¹²⁵³ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119.

invertido. Su inversión no está cubierta ni por los sistemas de garantía de depósitos establecidos de conformidad con la Directiva 2014/49/UE del Parlamento Europeo y del Consejo ni por los sistemas de indemnización de los inversores establecidos de conformidad con la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo. 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”¹²⁵⁴.

Se incluirá, además, lenguaje específico relativo al periodo de reflexión contractual. El anexo I se encuentra dividido en 9 apartados a efectos de incorporar en la ficha los datos fundamentales de la inversión. Las 9 secciones divididas en letras se refieren a: la información sobre el promotor del proyecto y el proyecto de financiación participativa (Parte A), las principales características del proceso de financiación participativa y, en su caso, condiciones para captar capital o tomar prestados fondos (Parte B), los factores de riesgo (Parte C), la información relativa a la oferta de valores negociables y a los instrumentos admitidos para la financiación participativa (Parte D), la información sobre la entidad instrumental, en caso que esta exista (Parte E), los derechos del inversor (Parte F), las comunicaciones relacionadas con préstamos (Parte G), las tarifas, información y vías de recurso (Parte H), y la información sobre el servicio de gestión individualizada de carteras de préstamos que presten los proveedores de servicios de financiación participativa (Parte I)¹²⁵⁵.

En cuanto a la Parte A (Información sobre el promotor del proyecto y el proyecto de financiación participativa), esta es sin duda una de las secciones de mayor relevancia, ya que aporta la información esencial en relación con el proyecto en sí y el promotor, que no deja de ser posiblemente la información más considerada por el inversor al decidir sobre su inversión. La citada parte requiere que se incluya la “identidad, forma jurídica, titularidad, puestos directivos y datos de contacto” así como “todas las personas físicas o jurídicas responsables de la información facilitada en la ficha de datos fundamentales de la inversión” incluyendo nombre y el cargo de las personas físicas y denominación y domicilio social de las personas jurídicas¹²⁵⁶. Además, es relevante la inclusión de una

¹²⁵⁴ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119.

¹²⁵⁵ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119.

¹²⁵⁶ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, Parte A, letras a) y b).

específica declaración de responsabilidad, que establece que “el promotor del proyecto declara que, hasta donde alcanza su conocimiento, no se ha omitido ningún dato y la información no es sustancialmente engañosa ni inexacta. El promotor del proyecto es el responsable de la elaboración de esta ficha de datos fundamentales de la inversión”¹²⁵⁷. Esta mención pretende informar a los inversores sobre las responsabilidades asumidas por el promotor y el proveedor de servicios de financiación participativa¹²⁵⁸.

Se incluirá, además, la información relativa a las actividades principales del promotor del proyecto, productos o servicios ofrecidos por el promotor del proyecto a efectos de entender el contexto de negocio en que se mueve el emisor en el proyecto de financiación participativa¹²⁵⁹. Como información de carácter financiero se ha de incluir, en el caso de disponer de ellos un hipervínculo a los estados financieros más recientes del promotor del proyecto, así como las cifras y coeficientes financieros anuales del promotor del proyecto de los tres últimos años¹²⁶⁰. Por último, la Parte A requiere la “descripción del proyecto de financiación participativa, incluidas su finalidad y características principales” si bien no pormenoriza el tipo de información que ha de incluirse al respecto dejándolo excesivamente abierto ¹²⁶¹. La Parte B se refiere por su parte a las características del proceso de financiación participativa y a las condiciones de capacitación de financiación. A tal efecto se requiere que se especifique el importe mínimo de capital, así como el número de ofertas completadas por el promotor del proyecto o el proveedor de servicios de financiación participativa para el proyecto de que se trate¹²⁶². Parece referirse el número de las ofertas completadas a previas rondas o campañas de financiación realizadas en relación con el mismo proyecto, lo que permite al inversor entender cuál es el global de la financiación participativa para ese concreto proyecto y no solamente en la ronda de financiación en la que participa. Se deberá incluir también el plazo para alcanzar el objetivo del capital, las consecuencias si no se alcanza este dentro del plazo, así como el importe máximo de la oferta, si difiere del importe

¹²⁵⁷ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, Parte A, letra b).

¹²⁵⁸ SANCHEZ RUIZ, M., "El equity crowdfunding en el Reglamento (UE) 2020/1503 sobre proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas", Derecho digital y nuevas tecnologías, Dir. Madrid Parra, A. y Alvarado Herrera, L., Ed. Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., marzo 2022, Recurso electrónico, Epígrafe II.1 Requisitos de los promotores de proyectos en el Reglamento (EU) 2020/1503.

¹²⁵⁹ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, Parte A, letra c).

¹²⁶⁰ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, Parte A, letras d) y e).

¹²⁶¹ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, Parte A, letra f).

¹²⁶² Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, Parte B, letra a).

mínimo de capital mencionado anteriormente¹²⁶³. Se incluirá, asimismo, el importe de los recursos propios comprometidos por el promotor del proyecto en el proyecto, las modificaciones de la composición del capital¹²⁶⁴. De vital importancia para el inversor resulta la inclusión de la mención a la “existencia y condiciones de un período de reflexión precontractual para inversores no experimentados” ya que permite reconsiderar la inversión para aquellos que no dispongan de conocimientos y solvencia para afrontar los posibles riesgos derivados de este tipo de inversiones¹²⁶⁵.

En cuanto a los factores de riesgo, establece la Parte C la necesidad de que se expongan en la ficha de los datos fundamentales de la inversión los principales riesgos asociados con la financiación del proyecto de financiación participativa, a saber, los derivados del sector, del proyecto, del promotor, de los propios valores negociables y los instrumentos admitidos para la financiación participativa o los préstamos, incluyendo en el caso de ser relevantes los riesgos geográficos¹²⁶⁶. De evidente relevancia práctica es la información referida en la Parte D. La citada parte requiere que se incluya: el importe total y tipo de valores negociables e instrumentos admitidos para la financiación participativa ofertados, el precio de su suscripción, si en el caso de que haya sobredemanda de suscripciones, se aceptan y mecanismo de asignación, las condiciones de suscripción y pago, así como la custodia y entrega a los inversores de los valores e instrumentos admitidos¹²⁶⁷. De existir compromiso firme de recompra este deberá incluirse en la fecha al igual que el plazo para dicha recompra¹²⁶⁸. Asimismo, de garantizarse la inversión con un aval o con una garantía real se deberá informar si el avalista o proveedor de la garantía real es una persona jurídica, así como de la identidad, forma jurídica, y datos de contacto de este, y de la naturaleza y las condiciones del aval o de la garantía real¹²⁶⁹. Para casos distintos de acciones o participaciones, se requiere informar del tipo de interés nominal, la fecha de devengo de los intereses, las fechas de pago de intereses, la fecha de vencimiento y el rendimiento aplicable¹²⁷⁰.

¹²⁶³ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, Parte B, letras b), c) y d).

¹²⁶⁴ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, Parte B, letras e), y f).

¹²⁶⁵ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, Parte B, letra g).

¹²⁶⁶ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, Parte C.

¹²⁶⁷ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, Parte D, letras a), b), c), d) y e).

¹²⁶⁸ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, Parte D, letra g).

¹²⁶⁹ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, Parte D, letra f).

¹²⁷⁰ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, Parte D, letra h).

La Parte E hace referencia a aquellos supuestos en que exista una entidad instrumental interpuesta entre el promotor del proyecto y el inversor, por lo que habrá de completarse en caso de que esta exista además de proveer los datos de contacto de la entidad instrumental¹²⁷¹. Se ha de incluir asimismo la información relativa sobre los derechos del inversor en la parte F. La misma incluirá la información relativa a los principales derechos inherentes a los valores negociables o los instrumentos admitidos para la financiación participativa, las restricciones a las que estén sujetos y en particular pactos parasociales u otros acuerdos que impidan su negociabilidad, así como la descripción de cualquier restricción a la negociación, las posibilidades del inversor de desprenderse de la inversión, y por último en el caso de tratarse de instrumentos de renta variable, la distribución del capital y los derechos de voto antes y después de la ampliación de capital resultante de la oferta¹²⁷². La Parte G contendrá la información relativa a los préstamos y la Parte I la información sobre el servicio de gestión individualizada de carteras de préstamos, si bien no son objeto de análisis¹²⁷³. Por último, la parte H hace referencia a las tarifas, información y vías de recurso. Se deberá incluir por tanto las tarifas cobradas al inversor y los costes soportados por este en relación con las inversiones, incluyendo los costes administrativos derivados de la venta de instrumentos admitidos para la financiación participativa, así como el lugar y la forma de obtener de forma gratuita información complementaria tanto sobre el proyecto, como el promotor del proyecto o la entidad instrumental¹²⁷⁴. Se incluirá además la información relativa a la forma en cómo puede el inversor dirigir una reclamación sobre la inversión o sobre la conducta del promotor del proyecto o el proveedor de servicios de financiación participativa y ante quien hacerlo¹²⁷⁵.

Resulta interesante, como ha puesto de manifiesto algún autor, que ni la Ley 5/2015 ni el Reglamento establecen ninguna medida específica en cuanto a la posible protección de los propios proyectos publicados en las plataformas de *crowdfunding*, pero sí que hace referencia a la información que como mínimo ha de incluirse sobre los

¹²⁷¹ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, Parte E.

¹²⁷² Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, Parte F.

¹²⁷³ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, Parte G y Parte I.

¹²⁷⁴ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, Parte H.

¹²⁷⁵ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119, Parte H.

proyectos publicados¹²⁷⁶. Por exceder esta cuestión de los límites de este trabajo, no entraremos en el pormenor de la potencial protección jurídica de los derechos de propiedad intelectual y derechos de autor derivados del proyecto¹²⁷⁷.

Con carácter general, conforme a la redacción originaria de la Ley de fomento de la financiación empresarial, se requería que las plataformas realizaran una evaluación de los proyectos a ser admitidos en la misma, si bien se limitaba a mencionar que se debería realizar la evaluación con “la debida diligencia”. Tal estándar parecía ser insuficientemente descrito y se habría agradecido más claridad en los requisitos y procedimiento para la evaluación por parte de las plataformas de los proyectos¹²⁷⁸. Aunque se podría considerar que esto reforzaría un supuesto carácter restrictivo y sobrerregulado de la legislación del *crowdfunding*, lo cierto es que eso no sería necesariamente cierto mientras que sí que aportaría claridad y protección. Los requisitos más claros a este respecto venían establecidos en el apartado 2 del artículo 66 el cual requería la comprobación de la identidad del promotor y su adecuada identificación. Si bien este aspecto era de necesaria inclusión, no da la sensación de resultar suficiente a efectos de evitar que proyectos inadecuados o fraudulentos fuese admitidos en la plataforma.

2.2 Finalización de las campañas de financiación participativa

La regulación española, en la redacción actual de la Ley 5/2015 dada por la Ley 18/2022, no establece una regulación específica relativa a la finalización de las campañas. El Reglamento (UE) 2020/1503 establece por su parte en el Anexo relativo a la ficha de datos fundamentales de la inversión en la regulación relativa a las *Principales características del proceso de financiación participativa y, en su caso, condiciones para captar capital o tomar prestados fondos* que habrá de determinarse e informar al inversor del plazo para alcanzar el objetivo del capital que se ha de captar así como facilitar la

¹²⁷⁶ LUCAS VALERO, J., “La protección de proyectos de crowdfunding”, *Crowdfunding: Aspectos Legales.*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico, epígrafe I [Introducción: Ley de Crowdfunding e ideas].

¹²⁷⁷ Para ver más en este sentido entre otros LUCAS VALERO, J., “La protección de proyectos de crowdfunding”, *Crowdfunding: Aspectos Legales.*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico.

¹²⁷⁸ Artículo 66.1 de la Ley 5/2015 en su redacción original.

información sobre las consecuencias si no se alcanza dentro del plazo el objetivo de captación capital¹²⁷⁹.

En este sentido, el Reglamento Delegado (UE) 2022/2119 contiene información adicional y es el Anexo de este el cual establece en el modelo de ficha de datos fundamentales de la inversión el resumen de la oferta de financiación participativa el cual requiere se mencione entre otros extremos los plazos límite de la oferta, es decir, la fecha de cierre de la oferta para los inversores potenciales¹²⁸⁰. Además, se establece que se ha de proporcionar la información de las principales características del proceso de financiación participativa y condiciones para la captación de capital y entre ellas el plazo para alcanzar el objetivo del capital que se ha de captar entendido como la fecha en que se cerrará la oferta para los inversores potenciales¹²⁸¹.

Se ha de proporcionar, también, la información relativa a las consecuencias que acontecerán si no se alcanza dentro del plazo el objetivo del capital propuesto o mínimo previsto, y en concreto, si se cancelara la oferta y los compromisos de los inversores, si se reembolsan los importes abonados y de ser así, con arreglo a qué modalidades y plazos, así como las potenciales tarifas o gastos en que incurrirían los inversores en los casos en que la oferta no alcanzase el importe previsto¹²⁸².

En relación con este último concepto el propio anexo hace referencia a la necesidad de que se faciliten al inversor la información entre otras relativa a las tarifas debiendo en caso de que se indiquen importes en euros u otras monedas y valores porcentuales debiendo estimarse estos para una inversión hipotética de 10.000 euros y de manera anual¹²⁸³. Conviene mencionar que una vez que se alcance el objetivo de financiación de la campaña de financiación participativa las acciones o participaciones sociales objeto de esta serán creadas mediante una operación de aumento del capital social¹²⁸⁴.

¹²⁷⁹ Anexo del Reglamento (UE) 2020/1503 Parte B apartados b) y c).

¹²⁸⁰ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119.

¹²⁸¹ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119 Parte B apartado b).

¹²⁸² Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119 Parte B apartado c).

¹²⁸³ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119 Parte H.

¹²⁸⁴ SANCHEZ RUIZ, M., "El equity crowdfunding en el Reglamento (UE) 2020/1503", *cit.*, epígrafe II.2 [La posible utilización de Special Purpose Vehicles (SPV) y sus límites].

2.3 Límites de financiación a los proyectos de financiación participativa en España

Como ya se ha mencionado, el Considerando 16 del Reglamento (UE) 2020/1503 dispone que debido a los riesgos que conllevan este tipo de inversiones de financiación participativa, se fija el importe total de las ofertas de financiación participativa que puede realizar un determinado promotor del proyecto en 5 millones de euros, ya que este es el umbral utilizado para eximir de publicar un folleto informativo en la mayoría de los Estados miembros. Se entiende por tanto que las ofertas por un importe superior a los 5 millones estarán sujetas a la obligación de publicar un folleto conforme a lo establecido por el Reglamento UE 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017¹²⁸⁵. El límite de los 5 millones de euros es por tanto evidente, lo que no resulta tan claro de la regulación es como se computa el mismo y si se han de integrar diversas operaciones.

Si bien no propiamente definido como un mecanismo de integración sí que se establece un precepto en la regulación establecida por el Reglamento a efectos de la consideración y valoración del límite de 5 millones para los proyectos de financiación participativa. A tal efecto se dispone que el Reglamento no resultará de aplicación a aquellas ofertas de financiación participativa cuyo importe sea superior a 5 millones calculado a lo largo de un período de 12 meses. Procede entonces a aclarar que este se entiende como la suma del importe total de las ofertas de valores negociables e instrumentos admitidos para la financiación participativa, y las cantidades obtenidas mediante préstamos a través de una plataforma de financiación participativa por un determinado promotor de un proyecto, y el importe total de las ofertas de valores negociables realizadas al público por el promotor de un proyecto en su calidad de oferente de acuerdo con las excepciones a la publicación de folleto en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores regulado en el artículo 1, apartado 3, o en el artículo 3, apartado 2 del Reglamento (UE) 2017/1129¹²⁸⁶.

El artículo 1.3 del Reglamento (UE) 2017/1129 exceptúa de la aplicación del Reglamento a las ofertas públicas de valores cuyo importe total en la Unión sea inferior

¹²⁸⁵ SANCHEZ RUIZ, M., "El equity crowdfunding en el Reglamento (UE) 2020/1503" s epígrafe I. [Equity Crowdfunding: Concepto y Regulación].

¹²⁸⁶ Artículo 1.2 c) del Reglamento (UE) 2020/1503.

a 1.000.000 EUR, importe calculado sobre un período de doce meses¹²⁸⁷. Además, se establece la posibilidad en el artículo 3.2 la posibilidad de que un Estado miembro podrá decidir eximir a los valores ofertados al público de la obligación de publicar un folleto siempre que dichas ofertas no estén sujetas a notificación y el importe total de cada una de esas ofertas en la Unión sea inferior a 8.000.000 EUR, límite que se calculará sobre un período de doce meses¹²⁸⁸.

III. VALORES OBJETO DE UNA OFERTA DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA

1. Regulación de los valores ofertables y limitaciones de transmisión en la regulación de Estados Unidos

1.1 Tipos de valores ofertables en operaciones de crowdfunding en Estados Unidos

En los casos en que un esquema de recaudación de fondos o captación de financiación sea considerado como un valor o *security* de no existir una exención aplicable, esa inversión se encuentra sujeta a la *Securities Act* de 1933 y posteriormente a los requisitos de información periódica de la *Exchange Act* de 1934¹²⁸⁹.

La definición de *securities* o valores se encuentra contenida en la propia *Securities Act*, que establece en su apartado 15 *U.S. Code* § 77b (a) (1) que el término "securities" significa cualquier nota, acciones, acciones propias, futuros de seguridad, permutas basadas en valores, bonos, obligaciones, evidencia de endeudamiento, certificado de interés o participación en cualquier acuerdo de participación en beneficios, certificado de fideicomiso de garantía, certificado de pre-organización o suscripción, acciones transferibles, contrato de inversión, certificado de fideicomiso de voto, certificado de depósito de un valor, interés fraccionado indiviso en petróleo, gas u otros derechos minerales, cualquier opción de venta, compra, compraventa, opción o privilegio de cualquier valor, certificado de depósito, o grupo o

¹²⁸⁷ Artículo 1.3 del Reglamento (UE) 2017/1129.

¹²⁸⁸ Artículo 3.2 del Reglamento (UE) 2017/1129.

¹²⁸⁹ HAZEN, T., "Crowdfunding or Fraudfunding?", *cit.*, p.1740.

índice de valores (incluido cualquier interés en los mismos o en función del valor de los mismos), o cualquier opción de venta, compra, venta, opción o privilegio suscrito en una bolsa de valores nacional relacionada con divisas, o, en general, cualquier interés o instrumento comúnmente conocido como "valores" (*security*), o cualquier certificado de interés o participación en, certificado temporal o interino para, recibo, garantía o garantía o derecho de suscripción o comprar, cualquiera de los anteriores¹²⁹⁰.

En el caso de *crowdfunding* estadounidense existe, además, la posibilidad de invertir también en los denominados SAFE o acuerdo simple para valores futuros el cual se ha convertido en un instrumento cada vez más popular para invertir en nuevas empresas de tecnología en etapa temprana¹²⁹¹. Debido a la novedad del producto y a la posibilidad de que los inversores minoristas no estén familiarizados con sus características la Oficina de Educación y Defensa de Inversores de la SEC lanzó en 2017 un Boletín para Inversores ("Sea cauteloso con las SAFE en *Crowdfunding*") relativo a los riesgos de invertir en estos valores¹²⁹². Se destaca, además, la confusión que puede generar la inversión en estos ya que el acrónimo de estos en inglés significa "seguro" lo que puede conllevar a errores sobre la seguridad de estos por parte de los inversores¹²⁹³.

El SAFE se entiende como aquel acuerdo entre el inversionista y la empresa en el que la empresa generalmente promete darle una participación futura en el capital de la empresa si ocurren ciertos eventos desencadenantes. Como indica la SEC el acuerdo SAFE se distingue de las notas convertibles (*convertible notes*) en que estas últimas son esencialmente obligaciones de deuda en las que el inversor acepta prestar dinero a la empresa, a cambio, de una promesa de reembolso, con intereses sobre el préstamo por un período de tiempo y la posibilidad de convertir la cantidad pendiente en capital de darse algún evento desencadenante, por lo que se trata de una obligación legal actual de la empresa hacia el inversor. Se puede dar sin embargo el caso en el SAFE que los términos

¹²⁹⁰ Sección 77b (a)(1) del Título 15 U.S. Code, Definitions; promotion of efficiency, competition, and capital formation.

¹²⁹¹ Vid. SEC, "Investor Bulletin: Be Cautious of SAFEs in Crowdfunding", Investor Alerts and Bulletins, May 9, 2017. Vid. también, Practical Law Corporate & Securities, "SEC Cautions Investors", *cit*.

¹²⁹² Vid. SEC, "Investor Bulletin: Be Cautious of SAFEs in Crowdfunding", Investor Alerts and Bulletins, May 9, 2017, el anuncio indicaba específicamente que "*New risks in crowdfunding investing. Being able to invest at the early stages of a venture also exposes investors to new and additional risks that may not be as prevalent with investments in publicly listed companies. For example, investing in a crowdfunding opportunity may come with increased speculative risk in connection with whether the venture succeeds at all as well as the increased illiquidity associated with investing in a company not listed on a stock exchange.*" Vid. también, Practical Law Corporate & Securities, "SEC Cautions Investors", *cit*.

¹²⁹³ Vid. Practical Law Corporate & Securities, "SEC Cautions Investors", *cit*.

desencadenantes nunca se lleguen a dar y por lo tanto no se convierta y el inversor no reciba nada¹²⁹⁴. Son instrumentos mucho más complejos por lo que requieren mayor nivel de diligencia, consideración y conocimientos por lo que no son adecuados para todos los posibles inversores.

En el ámbito estadounidense es necesario asimismo hacer referencia al potencial impacto de las leyes de los diferentes estados. En relación con las denominadas *Blue Sky Laws*, o leyes estatales se establece en la sección 18(b)(4) de la *Securities Act* la clasificación de las acciones o títulos valores vendidos a través de la exención de *crowdfunding* como títulos valores cubiertos o los denominados “*covered securities*” de manera que no es necesario su registro para cada estado¹²⁹⁵. Como se ha indicado por algún autor¹²⁹⁶ en el caso de las *blue sky laws* se refiere a las leyes de cada uno de los Estados Unidos que resultan de aplicación a sus residentes si bien estas no se aplican y se aplica la ley federal de tratarse de “*covered securities*”, como si están incluido en mercado nacional, registrado bajo la *Investment Company act* o exentos bajo la Regla 506 de la Regulación D o de la sección 3(a) de la *Securities Act*¹²⁹⁶.

Como se puede apreciar el concepto valor o *security* es bastante amplio y evoluciona continuamente pudiendo dar cabida a nuevos instrumentos. Por ello, en cuanto a qué puede entenderse por valores, en aquellos casos en que no esté claro o la novedad del mecanismo no lo permita determinar inicialmente claramente, se acude en derecho estadounidense con carácter general al “*Test Howey*”. Al evaluar si se debe regular un nuevo instrumento de inversión, tanto por la SEC como por los tribunales se acude al análisis del objetivo de la *Exchange Act* que pretendía eliminar los abusos graves en un mercado de valores altamente desregulado¹²⁹⁷. Por ejemplo, se ha utilizado precisamente por parte de la SEC y a partir de la publicación del Informe DAO, el *Test Howey* para

¹²⁹⁴ Vid. SEC, “Investor Bulletin: Be Cautious of SAFEs”, *cit.*

¹²⁹⁵ Practical Law Corporate & Securities, “*JOBS Act: Crowdfunding*”, *cit.*, epigrafe [Blue Sky Laws].

¹²⁹⁶ KILBORN, J., “El crowdfunding y el crowdlending en EEUU. Marco regulatorio, exenciones y consecuencias”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020, p.130 EL cual entiende que “Además, cada estado integrante de EE.UU. posee sus propias leyes (“blue sky”) que regulan a su vez la venta de valores a personas residentes en ellos” e indica en la nota que “La aplicación de estas leyes de ámbito estatal “blue sky” suele quedar excluida por la ley federal. Este es el caso si los valores están “cubiertos”, por ejemplo, porque los valores coticen en un mercado de valores nacional, se hayan registrado con arreglo a la ley Investment Company Act o estén exentos en virtud de la Regla 506 de la Regulación D o del § 3(a) de la Securities Act...”.

¹²⁹⁷ OREN, O. “From ICO's, DAO's, and the SEC: a partnership solution”, *Columbia Business Law Review*, 2018 CLMBLR pp. 617-658, p.621.

determinar si las ICO o *initial coin offerings* u ofertas iniciales de valores son de hecho valores¹²⁹⁸.

La Prueba o *Test Howey* está dividido en cuatro factores que deben cumplirse para declarar un contrato de inversión como valor: debe haber una inversión de dinero; en una empresa común; con la expectativa razonable de ganancias; y derivadas principalmente de los esfuerzos de gestión de otros¹²⁹⁹.

En este ámbito la forma real del contrato no es un factor determinante, sino que es la realidad económica del acuerdo lo primordial. La primera parte de la *Test Howey* requiere determinar si el contrato se celebró con fines de beneficio o consumo ya que modalidades de contrato similares se pueden clasificar como inversiones o consumo, dependiendo en parte del propósito económico que impulsa la transacción. En cuanto al concepto de dinero, la SEC ha tomado la posición, con afirmación judicial, de que "dinero" en este contexto es un concepto fluido que puede incluir bienes y servicios como monedas virtuales. El segundo requisito requiere determinar si la inversión se realiza en una "empresa común", y en cuanto a este requisito, ha habido divergencias jurisprudenciales ya que mientras algunos lo basan en "comunalidad horizontal", en el sentido de interés compartido, de inversores que buscan unir su capital para compartir ganancias y pérdidas otros lo basan en "coincidencia vertical", en el caso en que el inversor y el administrador de la inversión estén vinculados por los retornos. El tercer requisito hace referencia a la expectativa razonable de ganancias entendiendo por estas las propias de los inversores derivadas de su inversión y pueden clasificarse en variables o fijas. Por último, el cuarto requisito del *Test Howey* originalmente se refería exclusivamente a si las ganancias derivaban "únicamente" de los esfuerzos del promotor o de un tercero, si bien en la actualidad se interpreta como predominantemente, permitiendo con esa interpretación que la SEC tenga jurisdicción, como entiende la

¹²⁹⁸ OREN, O. "From ICO's, DAO's, and the SEC", *cit.*, p.621.

¹²⁹⁹ OREN, O. "From ICO's, DAO's, and the SEC", *cit.*, p.622. *Vid.* también CARNI, U., "Protecting the crowd through escrow", *cit.*, p. 689, donde establece que "*SEC v. Howey thus sets forth four criteria for an investment contract, and the application of this standard to equity-based crowdfunding campaigns is mostly straightforward. Investments in equity-based crowdfunding campaigns involve an (i) investment of money—the purchase of equity, with (ii) an expectation of profit—the expected increase in the value of the purchased equity that (iii) predominantly depends upon the efforts of others—the members of the operating entity in which the equity is held. The common enterprise criterion for an investment contract security, as interpreted by SEC v. Howey, however, warrants closer scrutiny.*"

doctrina, sobre los contratos de inversión que ofrecen derechos de participación, e incluso imponen obligaciones¹³⁰⁰.

En cuanto a los tipos de valores también se ha entendido que el término "contrato de inversión" o "*investment contract*" se interpreta de una manera amplia y se considera como tal *security* y comprende cualquier esfuerzo de recaudación de fondos que expresa o implícitamente ofrece a los inversores un rendimiento potencial de su inversión¹³⁰¹. Entiende un sector doctrinal que la suposición en cuanto al *crowdfunding* puede haber sido que los emisores venderán principalmente acciones en sus empresas a través de *crowdfunding*, si bien conviene destacar como aquí se hace, que se permite cualquier "*security*" incluidos por tanto las obligaciones u otros tipos de instrumentos de deuda que no puede descartarse en su utilización, entre otros motivos ya que conllevan mayor protección al emisor al no poder ser este en principio ya demandado personalmente sino que lo sería la empresa¹³⁰². Se entiende que las acciones pueden conllevar la posibilidad el incumplimiento del deber fiduciario por parte de los ejecutivos y directores con la consiguiente demanda que se puede interponer por los accionistas (*derivative action*), además de los problemas derivados del acceso de información y derechos de voto por los accionistas entre otros, de ahí que entienda que puede ser preferible optar por títulos de deuda.¹³⁰³

1.2 Restricciones a las transmisiones de valores adquiridos a través de operaciones de financiación participativa en Estados Unidos

La regulación estadounidense del *crowdfunding* establece, asimismo, ciertas restricciones con relación a las transacciones que se pueden efectuar sobre los valores que han sido emitidos a través de *crowdfunding*. La sección 77d-1(e) establece que tales valores no podrán ser transmitidos por el comprador de tales valores durante un periodo de 1 año el cual comienza en la fecha de la compra, a menos que los valores sean transmitidos al emisor de los valores, a un inversor acreditado, como parte de una oferta registrada con la SEC, o a un miembro de la familia del comprador o equivalente, o en

¹³⁰⁰ OREN, O. "From ICO's, DAO's, and the SEC", *cit.*, p.622-623.

¹³⁰¹ HAZEN, T., "Crowdfunding or Fraudfunding?", *cit.*, p.1740.

¹³⁰² SCHWARTZ, A., "Crowdfunding Securities", *cit.*, p. 1482.

¹³⁰³ SCHWARTZ, A., "Crowdfunding Securities", *cit.*, p. 1483-1488.

conexión con la muerte o divorcio del comprador u otra circunstancia similar, a la discreción del comprador¹³⁰⁴. El último apartado de la citada sección dispone, además, que los valores emitidos en base a la sección 77(d)(6) podrán ser sometidos a otras limitaciones que en su caso la SEC establezca en una regla¹³⁰⁵.

Como ya se ha mencionado, los emisores pueden confiar en los esfuerzos del intermediario para determinar que la cantidad total de valores comprados por un inversor no hace que el inversor exceda los límites de inversión, siempre y cuando el emisor no tenga conocimiento de que el inversor excedería los límites de inversión como resultado de la compra de valores en la oferta del emisor¹³⁰⁶.

Se establece por tanto que los valores emitidos a través de una transacción exenta de registro de acuerdo con la sección de *crowdfunding* no se puedan transmitir por ningún comprador durante un periodo de un año que empieza a contar cuando los valores fueron emitidos en una transacción exenta de registro de acuerdo con la sección 4 (a)(6)¹³⁰⁷. Tal provisión conlleva ciertas limitaciones sustanciales en relación con la transmisibilidad de los valores adquiridos y la necesidad por ello de que el inversor sea plenamente consciente de esta limitación al efectuar la inversión. Esta limitación se refiere asimismo en la información que ha de ser facilitada por los emisores a la SEC, a los inversores y al intermediario de manera que se informará y se proporcionará una descripción de las restricciones a la transferencia de los valores, según se establece en la sección 227.501¹³⁰⁸.

En cuanto a las restricciones en las ventas de los valores adquiridos a través de *crowdfunding* se establece en la sección 77d-1(e)(1) del Título 15 del *U.S. Code* que estos valores no pueden ser transferidos por el comprador de dichos valores durante el período de 1 año a partir de la fecha de compra, a menos que estos sean transferidos bien emisor de los valores, es decir una recompra, bien a un inversor acreditado, bien como parte de una oferta registrada ante la SEC, o bien a un miembro de la familia del comprador o equivalente, o derivada de la muerte o divorcio del comprador u otra circunstancia similar,

¹³⁰⁴ Sección 77d-1(e) del Título 15 U.S. Code.

¹³⁰⁵ Sección 77d-1(e) del Título 15 U.S. Code.

¹³⁰⁶ *Checklists for Corporate, cit.*, epígrafe [12:22. Crowdfunding: A small entity compliance checklist for issuers]

¹³⁰⁷ Sección 227.501(a) del Título 17 CFR.

¹³⁰⁸ Sección 227.201(m)(6) del Título 17 CFR.

a discreción de la SEC. La SEC podrá establecer además aquellas otras restricciones que considere por regla¹³⁰⁹.

Establece la sección 227.501(a) del Título 17 del CFR la misma regulación ya que dispone que los valores emitidos en una transacción de *crowdfunding* no pueden ser transferidos por ningún comprador de dichos valores durante el período de un año a menos que dichos valores se transfieran en los mismos casos permitidos por la sección 77d-1(e) ya referidos. Aclara el precepto que el periodo de un año comienza cuando los valores fueron emitidos en la transacción de *crowdfunding*¹³¹⁰. También clarifica el precepto que para los efectos de estas posibilidades de transferencia el término inversor acreditado significará cualquier persona que se encuentre dentro de cualquiera de las categorías establecidas en la sección 230.501(a) del Título 17, a saber, la sección describiendo que se entiende como inversor acreditado, o que el vendedor crea razonablemente que se encuentre dentro de cualquiera de esas categorías, en el momento de la venta de los valores a esa persona¹³¹¹. Aclara además qué ha de entenderse como miembro de la familia del comprador o equivalente de una manera bastante ejemplificativa¹³¹².

Como se ha puesto de manifiesto por la doctrina uno de los problemas derivado del *crowdfunding* es que en la práctica el mercado secundario para los valores de *crowdfunding* va a ser de muy limitado tamaño, entre otros motivos porque es probable que el número de acciones en el mercado sean mucho menores en una emisión de *crowdfunding* que para una equivalente emisión registrada, de ahí que sea dudoso que realmente se vaya a desarrollar un verdadero mercado secundario¹³¹³.

¹³⁰⁹ Sección 77d-1(e) del Título 15 del US Code.

¹³¹⁰ Sección 227.501(a) del Título 17 CFR.

¹³¹¹ Sección 227.501(b) del Título 17 CFR.

¹³¹² Sección 227.501(c) del Título 17 CFR, en este sentido dispone el citado precepto que a los fines de la sección, el término miembro de la familia del comprador o su equivalente incluye a un hijo, hijastro, nieto, padre, padrastro, abuelo, cónyuge o equivalente del cónyuge, hermano, suegra, padre- político, yerno, nuera, cuñado o cuñada del adquirente, e incluirá las relaciones adoptivas. Añade además que el término equivalente conyugal significa un cohabitante que ocupa una relación generalmente equivalente a la de un cónyuge.

¹³¹³ SCHWARTZ, A., "Crowdfunding Securities", *cit.*, p. 1463.

2. Regulación de los valores ofertables y limitaciones de transmisión en la regulación de España

2.1 Tipos de valores ofertables en operaciones de financiación participativa en España

Uno de los aspectos esenciales que se han de tener en consideración cuando se procede a analizar el fenómeno del *crowdfunding* es cual es la razón que determina la existencia de esta institución. La misma deriva de la existencia de títulos valores y por tanto de los inherentes conceptos de riesgo y de inversión. Los títulos valores o *securities* en su denominación inglesa, con las salvedades que posteriormente analizaremos, son instrumentos legales que permiten la participación en las actividades económicas de terceros. Conllevan los mismos una unión de finalidad en la actividad económica del emisor y pueden ser instrumentalizados de diversas maneras dependiendo de la forma específica que adopten. Desde acciones en sociedades anónimas sean las mismas cotizadas o no, acciones en sociedades de responsabilidad limitada, obligaciones y otras modalidades todas ellas tienden a la participación en cierta manera en la actividad económica del emisor. Las distintas características de los títulos valores disponibles se encuentran ligadas en gran parte al otro concepto subyacente que hemos mencionado: el riesgo. El riesgo, en estos casos, a que la inversión económica no sea retribuida según lo acordado o potencialmente el riesgo de la pérdida total de la inversión.

El legislador en cualquier jurisdicción tiene presente ambos aspectos cuando procede a regular las emisiones y transmisiones de títulos valores, y solo un enfoque equilibrado de los distintos intereses, tales como la financiación vs la protección de los inversores, permite a las economías aprovechar al máximo su funcionalidad. Legislaciones excesivamente proteccionistas conllevaran necesariamente una reducción de la utilización de los mecanismos, con un consecuente efecto negativo en la financiación. Ejemplo de ello son las legislaciones que establecen mecanismos de protección desorbitados, que reducen excesivamente el ámbito de utilización como puede suceder con los límites subjetivos u objetivos, o que establecen excesivos requerimientos burocráticos y de documentación. Por otro lado, legislaciones excesivamente laxas que abandonen a los inversores de todo tipo a su suerte, sin verificar una idoneidad esencial

de los emisores y de su captación de recursos, conllevará un emplazamiento ineficiente de los recursos, con sus consiguientes potenciales pérdidas, así como una potencial desconfianza en los mercados financieros y un estrangulamiento del crédito hacia proyectos con verdadero potencial.

Se ha destacado cómo el “*equity crowdfunding*” conlleva el ofrecimiento público de acciones, participaciones sociales u otros valores representativos de capital, y asimismo la posibilidad de otros modelos como la emisión de obligaciones o títulos de la deuda, pudiendo además la participación ser bien en el capital social del promotor o en el de una entidad instrumental (*special vehicle purpose o SPV*) vinculada con este¹³¹⁴.

El Reglamento (UE) 2020/1503 en su Considerando Primero hace ya referencia a la posibilidad de la adquisición en la financiación participativa de valores negociables o de otros instrumentos admitidos para la financiación participativa¹³¹⁵. El artículo 2 del Reglamento de la UE 2020/1503 establece la definición de qué ha de entenderse por valores negociables a los efectos de este y establece en el apartado 1. m) que son tales los valores negociables que se definen en el artículo 4, apartado 1, punto 44, de la Directiva 2014/65/UE¹³¹⁶. Dispone tal artículo que son valores negociables en el mercado de capitales las acciones de sociedades y otros valores equiparables a las acciones de sociedades, asociaciones u otras entidades, y certificados de depósito representativos de acciones¹³¹⁷. Asimismo, tienen tal consideración “los bonos y obligaciones u otras formas de deuda titulizada, incluidos los certificados de depósito representativos de tales valores, [y] los demás valores que dan derecho a adquirir o a vender tales valores negociables o que dan lugar a una liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas”¹³¹⁸.

El apartado 1 n) del Reglamento de la UE 2020/1503 se refiere por su parte a los instrumentos admitidos para la financiación participativa incluyendo en estas las participaciones de una sociedad de responsabilidad limitada que no estén sujetas a

¹³¹⁴ SANCHEZ RUIZ, M., "El equity crowdfunding en el Reglamento (UE) 2020/1503", *cit.*, epígrafe I. [Equity Crowdfunding: Concepto y Regulación].

¹³¹⁵ Considerando 1 Reglamento (UE) 2020/1503.

¹³¹⁶ Artículo 2.1 m) del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹³¹⁷ Artículo 4, apartado 1, punto 44 a), de la Directiva 2014/65/UE.

¹³¹⁸ Artículo 4, apartado 1, punto 44 b) y c), de la Directiva 2014/65/UE.

restricciones que, en la práctica, impedirían que se negociara con ellas¹³¹⁹. En cuanto a las participaciones de las sociedades de responsabilidad limitada aboga el Reglamento por la inclusión de estas al entender que dado que las participaciones de determinadas sociedades de responsabilidad limitada de algunos Estados miembros son libremente negociables en los mercados de capitales no deben excluirse del ámbito de aplicación del Reglamento¹³²⁰. En cuanto a las participaciones de las sociedades de responsabilidad limitada es esencial por tanto para que puedan ser emitidas en financiación participativa que estas no se encuentren sujetas a limitaciones que impidan que en la práctica se negocie con ellas¹³²¹. Conviene traer a colación la postura de algún autor quien entiende las acciones y participaciones sociales comparten una misma naturaleza, con idéntica esencia, distinguiéndose entre sí solo por aquello que es accidental¹³²². Partiendo de esta concepción no se debería ver grandes problemas a la inclusión de las participaciones sociales siempre que se permita su transmisibilidad.

Se dispone, además, con relación a las participaciones de una sociedad de responsabilidad limitada, que las autoridades competentes que hayan otorgado la autorización pueden permitir la utilización de estas a efectos del Reglamento y con independencia de si están categorizadas como valores negociables, si reúnen las características de los tipos de sociedades de responsabilidad limitada y de las participaciones de estas que se ofrezcan los instrumentos admitidos para la financiación participativa¹³²³. Se informará anualmente a la AEVM, por parte de la CNMV como autoridad competente, “de los tipos de sociedades de responsabilidad limitada y de las participaciones de estas que se ofrezcan y que entren en el ámbito de aplicación del [...] Reglamento” que procederá a publicar esta información en su sitio web¹³²⁴.

Resulta interesante poner en contexto las anteriores menciones y posibles valores de financiación participativa y mencionar la reciente publicación de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión¹³²⁵.

¹³¹⁹ Artículo 2.1 n) del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹³²⁰ Considerando 13 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹³²¹ SANCHEZ RUIZ, M., "El equity crowdfunding en el Reglamento (UE) 2020/1503", *cit.*, epígrafe II.2. [La posible utilización de Special Purpose Vehicle (SPV) y sus límites].

¹³²² GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *Plataformas de financiación participativa*, *cit.*, p.300.

¹³²³ Artículo 2.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹³²⁴ Artículo 2.3 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹³²⁵ Disposición final decimoquinta de la Ley 6/2023.

Dispone el artículo 2.1 a) de la Ley 6/2023 qué ha de entenderse por valores negociables entendiéndose como tales cualesquiera derechos de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero, incluyendo ciertas categorías de valores negociables con excepción de los instrumentos de pago¹³²⁶. Dentro de las categorías de valores se destacan “las acciones de sociedades y otros valores negociables equiparables a las acciones de sociedades, y recibos de depositario representativos de tales valores, [los b]onos y obligaciones u otras formas de deuda titulizada, incluidos los recibos de depositario representativos de tales valores, [y l]os demás valores negociables que dan derecho a adquirir o a vender tales valores negociables o que dan lugar a una liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas”¹³²⁷.

Es necesario asimismo mencionar la posibilidad de que el instrumento en el que inviertan los inversores no sea emitido por el emisor sino por otra entidad con un interés en el emisor¹³²⁸. Teóricamente, se puede efectuar a través de un *Special Purpose Vehicle* (SPV) o, en principio, también un *Collective Investment Scheme* (CIS) que fuera establecido incluso por el propio proveedor de servicios de financiación participativa. En estos casos, el CIS o el SPV “emite algún tipo de instrumento que es adquirido por los inversores a cambio de la inversión realizada en la campaña de *crowdfunding*, y por el otro, adquiere valores u otro tipo de intereses en la entidad promotora, [d]e modo que los inversores invierten en el SPV o CIS, y este invierte a su vez en el negocio del promotor de la campaña”¹³²⁹.

En teoría, y como entiende la doctrina, existe por tanto la posibilidad de que los valores ofertados en la financiación participativa sean emitidos bien por los promotores o por una entidad instrumental, entendiéndose esta última como aquella entidad creada para realizar una titulización¹³³⁰. Sin embargo, como pone de manifiesto la doctrina, y así se

¹³²⁶ Artículo 2.1 a) de la Ley 6/2023.

¹³²⁷ Artículo 2.1 a) de la Ley 6/2023.

¹³²⁸ Vid. entre otros, ESTEVAN DE QUESADA, C., *El Crowdfunding de inversión*, cit., epígrafe Cap. 3. 3.2 [Investment-based crowdfunding].

¹³²⁹ ESTEVAN DE QUESADA, C., “Crowdfunding financiero en la Unión Europea”, cit., p.33-34.

¹³³⁰ SANCHEZ RUIZ, M., “El equity crowdfunding en el Reglamento (UE) 2020/1503 sobre proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas”, *Derecho digital y nuevas tecnologías*,

ha pronunciado la AEVM, el Reglamento (UE) 2020/1503 tan solo autoriza esta opción para permitir a los inversores obtener un interés en un único activo ilíquido o indivisible¹³³¹. Los mecanismos de protección del legislador español en la redacción original de la Ley 5/2015 se extendían en el caso de los inversores no acreditados al hecho de que en la suscripción de valores en los supuestos de *equity crowdfunding* referidos en el artículo 50 no permitían que pudiese “incorporar un derivado implícito” mientras que tal protección no existía para el caso de los inversores acreditados¹³³². Algún autor se mostró inicialmente muy crítico con la posibilidad de permitirse el *crowdfunding* en valores negociables incluso aunque se prohibieran los derivados implícitos además de que consideraba que como mínimo se debería eliminar la posibilidad de la inversión en valores como las participaciones en sociedades de responsabilidad limitada entre otros motivos por la falta de liquidez de estos¹³³³.

En cuanto a la comparación con Estados Unidos resulte evidente que el concepto de *security* es mucho más amplio y menos restringido en Estados Unidos por lo que conlleva la posibilidad de invertir en instrumentos mucho más variados que en España. Si bien esa variedad conlleva también la existencia de posibles instrumentos de inversión mucho más arriesgados y complejos de los que se pueden ofertar en España. Ello es otro aspecto que ha de tomarse en consideración al entender el equilibrio y las medidas de protección de los inversores en los diferentes ordenamientos. En la comparación entre uno y otro los instrumentos permitidos en España se encuadrarían muy posiblemente dentro de la categorización de *plain vanilla* en Estados Unidos, y ello es también de alguna manera una medida de reducción del riesgo y de protección de los inversores, ya que se permite la inversión a través de financiación participativa pero no en instrumentos excesivamente complejos que no puedan ser entendibles o asumibles por los inversores.

Dir. Madrid Parra, A. y Alvarado Herrera, L., Ed. Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., marzo 2022, Recurso electrónico, epígrafe II.2. [La posible utilización de Special Purpose Vehicle (SPV) y sus límites]

¹³³¹ SANCHEZ RUIZ, M., "El equity crowdfunding en el Reglamento", *cit.*, epígrafe II.2. [La posible utilización de Special Purpose Vehicle (SPV) y sus límites], quien entiende que “Únicamente puede crearse cuando se interpone entre el promotor del proyecto y los inversores con el único propósito de capacitar a los inversores para adquirir un interés en un activo subyacente ilíquido o indivisible que, de otro modo, no podría ser ofrecido a los inversores, o sería muy difícil hacerlo. En este sentido se ha pronunciado la Autoridad Europea de Valores y Mercados en el documento publicado bajo el título “Questions and Answers on the European crowdfunding service providers for business Regulation”, fechado el 25 de febrero de 2021 (ESMA35-42-1088).”

¹³³² Artículo 50.1 a) de la Ley 5/2015 en su redacción original.

¹³³³ CARRASCO PERERA, A., “Proyecto de ley de fomento”, *cit.*, p.197.

2.2 Restricciones a las transmisiones de valores adquiridos a través de operaciones de financiación participativa en España

Dispone la propia exposición de motivos del Reglamento (UE) 2020/1503 que “la negociabilidad es una salvaguarda importante para que los inversores puedan desprenderse de su inversión, dado que les brinda la posibilidad de dar salida a su inversión en los mercados de capitales”¹³³⁴. Tal y como se menciona en la misma se permiten los servicios de financiación participativa relacionados con valores negociables, así como con las participaciones de determinadas sociedades de responsabilidad limitada¹³³⁵.

En cuanto a la custodia de estos una vez formalizada la inversión en los proyectos se establecen diversos cauces para la custodia. Los valores o instrumentos admitidos a negociación que se puedan consignar en una cuenta de instrumentos financieros o que puedan entregarse físicamente al depositario deben ser custodiados por un depositario cualificado¹³³⁶. Aclarando que la custodia de valores negociables o instrumentos admitidos para la financiación participativa que, “solo estén registrados ante el promotor del proyecto o su agente [...] o se mantengan en una cuenta individual segregada que un cliente abra directamente en un depositario central de valores, se considerará equivalente a la custodia de activos por parte de depositarios cualificados”¹³³⁷.

Se dispone, además, que los valores negociables o instrumentos admitidos para la financiación participativa que “puedan consignarse en una cuenta de instrumentos financieros abierta a nombre de un inversor o puedan entregarse físicamente a un depositario serán custodiados por el proveedor de servicios de financiación participativa o por un tercero” debiendo la entidad que preste los servicios de custodia disponer de una autorización al efecto conforme a las Directivas comunitarias aplicables¹³³⁸. Conviene destacar, asimismo, que los servicios de financiación participativa no se encuentran cubiertos por el sistema de garantía de depósitos ni por el sistema de indemnización de los inversores debiendo, además, informar a los inversores de estos dos aspectos¹³³⁹.

¹³³⁴ Exposición de Motivos del Reglamento (UE) 2020/1503 apartado 13.

¹³³⁵ Exposición de Motivos del Reglamento (UE) 2020/1503 apartado 13.

¹³³⁶ Exposición de Motivos del Reglamento (UE) 2020/1503 apartado 28.

¹³³⁷ Exposición de Motivos del Reglamento (UE) 2020/1503 apartado 28.

¹³³⁸ Artículo 10.3 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹³³⁹ Artículo 19.2 del Reglamento (UE) 2020/1503.

En el Anexo del Reglamento (UE) 2020/1503 se incluyen los requisitos y la información que ha de contener la ficha de datos fundamentales de la inversión entre ellos las reguladas en la Parte F relativa a los Derechos del inversor. La ficha de datos fundamentales de la inversión permite que se facilite la información a los inversores de una manera clara y estandarizada, permitiendo por tanto la comparación de distintas ofertas ya que todos proporcionan similar información, lo que viene a cumplir de alguna manera la misma función que la del folleto que se publica en las ofertas públicas si bien con menor información y sin aprobación previa de las autoridades competentes¹³⁴⁰.

La misma requiere entre otros aspectos que se provea la información relativa a las restricciones o limitaciones a las que se encuentran sujetos los valores negociables o los instrumentos admitidos para la financiación participativa, incluyendo en estos los posibles pactos parasociales u otros acuerdos que impidan su negociabilidad, así como la descripción de cualquier restricción a la negociación de valores negociables o de los instrumentos admitidos para la financiación participativa y de cuáles son las posibilidades del inversor de desprenderse de la inversión¹³⁴¹.

La redacción original de la Ley 5/2015 ya mencionaba en su artículo 61.1 b) si en relación con las participaciones sociales u otros valores representativos de capital la necesidad de informar entre otros de las restricciones a la libre transmisibilidad de las participaciones inherentes a su régimen jurídico, si bien no haciendo similar mención en cuanto a los valores¹³⁴². Asimismo, se establecía en cuanto a los estatutos sociales o, en su caso, el reglamento de la junta de los promotores, que deberán entre otros extremos establecer 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 [...sean] comunicados inmediatamente a la propia sociedad y por ésta al resto de socios”¹³⁴³. Se establecía, además, la necesidad de incluir en la información sobre los valores las restricciones a la reventa¹³⁴⁴.

¹³⁴⁰ SANCHEZ RUIZ, M., "El equity crowdfunding en el Reglamento", *cit.*, epígrafe III. [Información a los inversores potenciales: la ficha de datos fundamentales de la inversión en el crowdequity].

¹³⁴¹ Anexo I Parte F apartados b), c) y d) del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹³⁴² Artículo 61.1 b) de la Ley 5/2015 en su redacción original.

¹³⁴³ Artículo 80.1 c) de la Ley 5/2015 en su redacción original.

¹³⁴⁴ Artículo 79 d) de la Ley 5/2015 en su redacción original.

En la regulación actual de la Ley 5/2015 dada por la Ley 18/2022 no se establece regulación específica en cuanto a restricciones en la transmisibilidad. Se ve por tanto que en la regulación española y europea no parece establecerse una limitación temporal por la propia regulación, más allá de las propias derivadas de pactos parasociales o propios acuerdos societarios naturaleza del instrumento. Se requiere que se incluya en la ficha de datos fundamentales de la inversión los factores de riesgo que aplican a esta incluyendo los derivados del riesgo de iliquidez de la inversión, es decir, el riesgo de no poder vender esta¹³⁴⁵.

Una de las limitaciones más relevantes y con mayor impacto para los inversores que utilizan el mecanismo de la financiación participativa o *crowdfunding* es precisamente la restricción a la transmisión de los valores adquiridos. Mientras que en el caso de los Estados Unidos se opta por establecer que los valores adquiridos a través de tal mecanismo no pueden ser objeto de transmisión durante un plazo de un año a contar desde la fecha de su adquisición, la regulación española no establece tal restricción y se limita a reconocer las que puedan derivarse de pactos parasociales u otros. La restricción estadounidense pretende evitar la especulación con estos valores y garantizar la estabilidad financiera de las empresas financiadas teniendo por tanto esa restricción de alguna manera una naturaleza doble, ya que, si bien puede ser vista como una limitación de los derechos de los inversores, la misma se realiza en aras de una mayor protección de estos buscando la estabilidad de las empresas o proyectos en que hayan invertido. Cabe destacar que la prohibición estadounidense no es en ningún caso de carácter absoluto ya que existen excepciones a esta restricción en la transmisibilidad como ya se ha comentado.

Aunque se permita la transmisión y no exista una limitación temporal, uno de los problemas que se plantea con relación al *crowdfunding* o financiación participativa es precisamente la inexistencia de mercados secundarios de negociación. La doctrina ha entendido que 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 en el objeto de las PFP”¹³⁴⁶. Aunque entiende que sería factible la inclusión de ese servicio como servicio auxiliar y prestar el servicio de negociación de los productos si así se

¹³⁴⁵ Anexo del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119 Parte C tipo 6).

¹³⁴⁶ LOPEZ ORTEGA, R., "Las plataformas de financiación", *cit.*, p. 164.

habilitase, en cuyo caso entiendo se aplicaría lo establecido en la LMV¹³⁴⁷. Sin embargo, y a día de hoy no parece que esa opción sea factible por el momento, ya que el Reglamento únicamente prevé la posible prestación del servicio de tablón de anuncios, con los límites y finalidades previstas en el artículo 25 del Reglamento (UE) 2020/1503.

¹³⁴⁷ LOPEZ ORTEGA, R., "Las plataformas de financiación", *cit.*, p. 164, la cual establece que "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."

CONCLUSIONES.

PRIMERA

El punto de partida de los dos sistemas normativos que han sido analizados en la presente tesis doctoral, mediante la aplicación de un método de Derecho comparado, difiere ya desde su propio ámbito de aplicación. El régimen previsto por el Reglamento Europeo (UE) 2020/1503, de 10 de noviembre, sobre proveedores europeos de financiación participativa, así como el contenido en la legislación española (Título V de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial), abogan por la inclusión en la regulación del *crowdfunding* financiero en todas sus modalidades y, por ende, también de los supuestos de *crowdfunding* de préstamos. Esta opción de política legislativa resulta coherente con el objetivo de regular el fenómeno del *crowdfunding* como una institución novedosa e independiente, necesitada de preceptos que la aborden de una manera comprehensiva y holística.

La regulación estadounidense, por su parte, concibe el fenómeno del *crowdfunding* como un mecanismo que ofrece un canal alternativo, jurídicamente configurado como una excepción a la regulación ya existente sobre ofertas de valores en mercados financieros regulados. Por este motivo, el régimen estadounidense está orientado a conseguir la finalidad primordial de que, a través de esta excepción, no se vulnere el principio de protección de los inversores ni se traspasen las líneas básicas infranqueables en las que se apoya la regulación de los mercados de valores. Esa distinta aproximación al fenómeno del *crowdfunding* se traduce en una distinta técnica legislativa y en el establecimiento de prioridades y requisitos diferentes en ambos ordenamientos.

El legislador estadounidense, sabedor del impacto de las operaciones instrumentadas a través del *crowdfunding*, ha optado por unos criterios más estrictos para la protección de los inversores, en parte determinado por su consideración de las operaciones de *crowdfunding* como exenciones al régimen general de las ofertas de valores, atendiendo a la especialidad del sistema electrónico (la plataforma digital) que se utiliza para la difusión de las ofertas de *crowdfunding*. El legislador español, sin embargo, ha creado una regulación especial para las plataformas de financiación participativa que, en principio, parece desligada de la regulación de los mercados de

valores y de las técnicas de protección características de este sector para los adquirentes de títulos valores. En la regulación española originaria sobre esta materia, contenida en la Ley 5/2015 hasta su reforma en 2022, subyacía la idea de que el uso de las plataformas generaba un universo distinto e independiente y no tanto una excepción al régimen general de los mercados de valores. Este enfoque sería acogido después por el Reglamento (UE) 2020/1503 y, a través de este, se ha consolidado en la regulación española sobre financiación participativa. Posiblemente de ahí provenga que los mecanismos de protección del inversor sean sustancialmente menores que en la opción regulatoria estadounidense.

SEGUNDA

La dificultad de proporcionar una regulación adecuada a un mecanismo como el *crowdfunding* se pone de manifiesto ya desde un primer momento, incluso desde el ámbito meramente terminológico. Regular algo nuevo conlleva necesariamente definirlo de algún modo y para ello se requiere identificar cuáles son sus características principales y definitorias. Ya incluso en ese momento se puede apreciar una diferencia de concepción en ambos ordenamientos. Mientras Estados Unidos utiliza la denominación más conocida de *crowdfunding* o financiación en masa haciendo referencia al alcance público o masivo, España opta por la utilización del término financiación “participativa”, que parece estar impregnado de una idea de cooperación más relacionada con la economía colaborativa o con la economía social que con la financiación. Ya se ve por tanto un punto de partida diferente en la concepción del fenómeno que tendrá otras manifestaciones a lo largo de la regulación de este.

También ligado con el problema terminológico, que se hace evidente a lo largo de la exposición, es el diferente concepto o denominación utilizado para uno de los actores principales, los intermediarios especializados de estas operaciones y elementos centrales sobre los que se vertebran ambas legislaciones. Por una parte, la regulación estadounidense los concibe como un intermediario alternativo a los corredores o bróker, si bien con menos requisitos que estos, y limitados al *crowdfunding*. Son los denominados *funding portals* o portales de financiación. El legislador estadounidense estuvo más acertado al no haberse decantado por el término “plataforma”, que se vincula

generalmente con el propio sistema informático habilitado en internet para las comunicaciones e intercambios derivados de estas operaciones. El legislador español, sin embargo, incurrió en esa complicación en un primer momento. En la que es la primera regulación de la financiación participativa en España, el Título V de la Ley 5/2015. Ello pudo ser fruto quizás de no tener una plena comprensión del fenómeno que regulaba, de ahí que utilizó en un inicio el término plataforma de financiación participativa para el sujeto, y no para el sistema. Parcialmente, se recondujo la situación con la regulación del Reglamento (UE) 2020/1503, que introdujo la denominación de proveedores de servicios de financiación participativa para estos “intermediarios”. Posteriormente, a través de la reforma incorporada por la Ley 18/2022 en la legislación española, se introdujo una nueva redacción del Título V de la Ley 5/2015, adaptada a la regulación europea, que generó nuevamente cierta confusión, al mantener las referencias a las *plataformas de financiación participativa*. Extremo este que consideramos hubiera sido fácilmente subsanable, en especial tomando en consideración que el nuevo Título V se remite sustancialmente a la regulación del Reglamento, donde se utiliza exclusivamente el término de *proveedor de servicios de financiación participativa*. Esta terminología de “proveedor de” parece resultar cómoda para el legislador europeo que ya la ha utilizado en otras ocasiones, especialmente en el ámbito de los servicios digitales.

TERCERA

Una vez entendida la terminología a utilizar en un mecanismo no poco complejo, resulta esencial entender el por qué surge este mecanismo de financiación. La literatura al respecto es abundante y es un sentir generalizado el conectar el origen del *crowdfunding* con la crisis del año 2008 y la posterior constricción del crédito bancario para ciertas empresas novedosas que planteaban interrogantes en cuanto a su viabilidad o rentabilidad. Aunque el concepto como tal existe desde antes y se aplicaba a otras modalidades de *crowdfunding*, no de inversión, es cierto que se generalizó, y comenzó a regularse, en la época postcrisis financiera, en parte como una potencial ayuda a la reactivación de la economía.

Se concibe, por tanto, el *crowdfunding* como un mecanismo alternativo de financiación que, a través de internet, acerca la posibilidad de invertir a una multitud de

personas en empresas emergentes, con posibilidades de obtener ganancias, o no, limitadas. Sin embargo, con toda oportunidad viene un riesgo asociado. Varios en el caso del *crowdfunding*, que van desde la ineficiente asignación de los recursos, hasta los riesgos que conlleva para los inversores, y, sobre todo, para algunos de esos inversores: los menos cualificados o experimentados. El potencial del mecanismo está ahí, es indudable, pero la manera en que se regulan los riesgos que lo acechan, es crítico para su éxito o no. Precisamente encontrar el equilibrio entre la obtención de capital por empresas que lo meritan, y evitar operaciones fraudulentas o riesgos inasumibles para los inversores es una tarea compleja.

El *crowdfunding* de inversión se distingue de las otras modalidades de *crowdfunding* teleológicamente, es decir, los inversores buscan una rentabilidad a su aportación de capital. Este es quizás el rasgo más evidente para distinguirlo de otras clases de *crowdfunding*. El de donación no busca tal contraprestación, sino que impera el ánimo de liberalidad. El de recompensa tampoco busca obtener un rendimiento económico, sino una contraprestación de valor limitado. El *crowdfunding* de préstamos sí que comparte sin embargo la orientación hacia esa rentabilidad, aunque se instrumentaliza de una manera diferente. En el caso de los préstamos se transfiere el capital para luego obtener su devolución con intereses, si bien no se hace uso de ningún tipo de título valor para instrumentalizar el intercambio. El *investment-based crowdfunding*, género más amplio que incluye el *equity crowdfunding* que es el objeto principal de la investigación desarrollada en esta tesis doctoral, sí se realiza a través de valores, o *securities* en terminología estadounidense, lo que coloca al inversor en una situación distinta ya que, además de derechos económicos, obtiene generalmente otros derechos (no solo económicos, sino eventualmente también administrativos) que lo sitúan en la esfera de los partícipes en el capital social de una entidad (socios), o bien en la de obligacionistas y similares (titulares de un instrumento de deuda). La vinculación del inversor es, por tanto, más estrecha al devenir de la sociedad y ello requiere ciertas cautelas al proceder con esta opción del *equity crowdfunding*. Otras alternativas existentes como, por ejemplo, el *crowdfunding* de cuentas en participación, comparten rasgos si bien este cayó en desuso, o no llegó a arrancar propiamente, entre otros motivos por su mayor complejidad en la práctica.

Aunque se trata de diversas modalidades, todos ellos tienen un aspecto común y es el hecho de la intervención de tres sujetos en este tipo de operaciones. Por un lado, los *intermediarios*, elementos centrales de la regulación del *crowdfunding* en la gran mayoría de países, precisamente porque se separan de un régimen ya establecido, como en Estados Unidos, o inician uno nuevo *ad hoc*, como en el caso de España. Este sujeto es el encargado de poner en contacto a los emisores de los valores ofertados con los inversores, a efectos de canalizar los fondos de quien los tiene, el *inversor*, a quien los necesita, el *emisor o promotor del proyecto*. Debido a su especial situación de contacto con ambos sujetos, la posibilidad de “cribar” de algún modo estas operaciones, bien sea a través de diligencia debida en el análisis de los proyectos que se le plantean, o en proporcionar información indispensable para el inversor, lo cierto es que en cierta manera se sitúan como garantes de este mecanismo. De ahí la necesidad de que los legisladores establezcan un régimen muy cuidado de su función y requisitos. Como en todo, el equilibrio es la clave y distanciarse de ella puede comprometer la posibilidad de facilitar la captación de capital, o abocar a enormes pérdidas por inversores que no están en situación de asumirlas. A su vez participaran de la operación los inversores, algunos de ellos necesitados de cierta protección como y los propios promotores de proyectos o emisores.

En cuanto a la naturaleza jurídica del *crowdfunding*, acogemos en esta tesis la postura mayoritaria que defiende que el proveedor de servicios de financiación participativa actúa como un mediador entre las partes (inversor y promotor), las cuales a su vez conciertan con él un contrato de acceso, a efectos de acceder a la plataforma pero se vincularán entre sí, mediante contratos de adquisición de valores u otros instrumentos admitidos para la financiación participativa (participaciones de sociedades limitadas) y, en último término, por contratos de sociedad. En este último caso, por tanto, el inversor se convierte en socio del emisor/promotor del proyecto.

CUARTA

El *crowdfunding* o financiación participativa se sitúa por tanto como el centro de interés del regulador, y los esfuerzos de regulación comienzan su curso. La primera regulación del *crowdfunding* se produjo con la promulgación de la *JOBS Act* de 2012, que introdujo las necesarias enmiendas a la *Securities Act* de 1933 y *Exchange Act* de

1934 a efectos de permitir el mecanismo del *crowdfunding*. Esta regulación, codificada en el Título 15 del *U.S. Code* secciones 77d y 77d-1, se ve a su vez complementada con la regulación emitida por la *Securities Exchange Commission* SEC la *Regulation crowdfunding*. Su entrada en vigor se produjo en 2016 y se codificó en la Parte 227 del Título 17 del *Code of Federal Regulations* (CFR). El legislador estadounidense no restringe el uso de la técnica de las exenciones a los requisitos de registro a los supuestos de *crowdfunding*, ya que lo había utilizado también, por ejemplo, con la *Regulation A*, *Regulation A+*, y *Regulation D*, que permiten no someterse a los requisitos de registro cuando se realice una oferta pública de valores con determinados requisitos. Esa misma línea fue la seguida por el legislador estadounidense al configurar el *crowdfunding* como una excepción al requisito de registro. Las ventajas de elegir esta opción de política legislativa es que ya se cuenta con un marco base de partida, al cual se realizan ajustes en función de las características de excepción. En parte por ello, aunque se regulan los instrumentos de deuda, no se regula el *crowdfunding* de préstamos como tal, ya que el marco normativo base se refiere a los valores negociables o *securities*.

El legislador español, sin embargo, opta por una regulación *ad hoc*, como mecanismo nuevo, casi sin marco de referencia, e incluye conjuntamente la regulación del *crowdfunding* o financiación participativa relativa a los valores y a los préstamos. Tal regulación tuvo su origen en el Título V de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, introducida por el legislador nacional, al igual que ocurrió en otros estados miembros de la Unión Europea, ante el silencio inicial del legislador europeo. La regulación original era bastante comprensiva e incluso quizás más acertada en algún aspecto que la actual, como por ejemplo en el enfoque del límite de las inversiones por parte de inversores no acreditados, si bien adolece del mismo problema de no regular de manera integral las operaciones de financiación participativa, por encontrarse excesivamente centrada en la figura de la plataforma de servicios de financiación participativa, según la terminología empleada en la redacción original.

El legislador europeo, finalmente, para fomentar un uso real y efectivo de este mecanismo en los estados miembros y terminar con la “torre de babel” conformada por las diferentes legislaciones nacionales, optó por regularlo a través del Reglamento (UE) 2020/1503, de 7 de octubre de 2020. Este último también presenta el inconveniente antes señalado, es decir, una regulación excesivamente centrada en los proveedores de servicios

de financiación participativa, y una más limitada y menos eficiente regulación del régimen de los promotores. Esta falta de regulación más completa y práctica del régimen de los promotores necesariamente compromete la efectividad de la protección de los intereses de los inversores, y en particular, de los no experimentados. Si bien sí que existe una regulación sobre diversos aspectos de los inversores y la protección de estos, quizás hubiera sido beneficioso complementarla con un régimen más detallado de los promotores, ya que los inversores indirectamente se hubieran beneficiado de este.

Resulta destacable, asimismo, la abundante regulación del Reglamento (UE) 2020/1503 en cuanto a la cooperación de las autoridades competentes. Ello parece poner de manifiesto de alguna manera el temor del legislador de que no existe una identidad europea, y que los aspectos de colaboración tengan que ser tan minuciosamente detallados. Contrasta esta postura con una más exigua regulación o referencia a los emisores ya mencionada. Las legislaciones de alguna manera se ven impactadas subyacentemente por los temores de quien las redactan y la profusa regulación de la colaboración no pone sino de manifiesto el miedo a que esta no se dé eficientemente, y lo que se esté haciendo es abrir el mercado a potenciales fraudes con difícil control sin colaboración.

El Reglamento sobre proveedores europeos de financiación participativa para empresas se ha visto además complementado con numerosos Reglamentos de Ejecución o Delegados, con marcado carácter administrativo y burocrático, entrando en detalles que quizás no sean tan significativos a la hora de establecer un mercado de crowdfunding estable, eficiente y con protección de los inversores. No queremos con ello decir que no sean relevantes o útiles, pero sí quizás que los árboles han impedido ver el bosque de la protección del inversor, y la necesidad de cubrir y reforzar “las bases”, entendidas estas como la incorporación de medidas más directas y eficaces de protección de inversores.

La regulación española cuenta en la actualidad con el nuevo Título V de la Ley 5/2015 introducido por la Ley 18/2022, si bien este se limita principalmente a remitir al Reglamento. Asimismo, la reforma de 2022 ha generado cierta confusión respecto al derecho transitorio, al no haber previsto adecuadamente la posible prórroga de la del periodo transitorio regulado en el Reglamento Europeo hasta noviembre de 2023 (a pesar de que lo contemplaba expresamente en su artículo 48) y haber procedido a derogar el antiguo y más completo Título V a partir del 10 de noviembre de 2022.

Los organismos de supervisión de ambos ordenamientos no distan especialmente en cuanto a las funciones propiamente de supervisión, si bien en el caso estadounidense, especialmente la SEC, pero también por la *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA), cuentan con un mayor rol regulatorio. La legislación europea, por su parte, no se refiere a la capacidad de regular, pero sí que regula extensamente los cometidos, prerrogativas, funciones, colaboraciones, comunicaciones e informes (sin olvidar las plantillas) de las autoridades competentes de los estados miembros, de estas entre sí, y de estas con la Autoridad Europea del Mercado de Valores.

Esa intensidad legislativa se refleja también en el régimen de infracciones y sanciones, en Europa. Aunque, el legislador estadounidense le sigue de cerca con los preceptos establecidos por FINRA en términos similares y sobre todo en el ámbito de la ejecución y supervisión dado que ha impuesto ya sanciones de cuantía elevada.

QUINTA

El elemento central de la legislación de *crowdfunding* es la regulación de los intermediarios especializados, cuyo análisis se aborda en el capítulo tercero de esta tesis doctoral.

Estados Unidos ha introducido, al efecto, a los *funding portals*, los cuales, juntamente con los *brokers* ya regulados por el Derecho del mercado de valores estadounidense y, por ende, sometidos a requisitos más estrictos, constituyen los intermediarios en las operaciones de *crowdfunding*. Los portales de financiación están exentos del registro como *brokers* y se someten a un régimen más simplificado en cuanto a autorización y requisitos, pero con abundantes disposiciones relativas a potenciales conflictos de intereses, cesación de la actividad o continuidad de la realizada por otros portales, e incluso sobre la posibilidad de que *non-resident funding portals* presten sus servicios. En este sentido, sí que se permite ese “componente extranjero” para la prestación de servicios de *crowdfunding* en Estados Unidos por personas jurídicas no residentes, siempre y cuando cumplan ciertos requisitos. Dentro de la regulación de los *funding portals* se requiere que estos se registren con la SEC como tal y además con FINRA.

La regulación española, establece igualmente la necesidad de autorización de la CNMV, como autoridad competente ante la que se desarrolla el procedimiento de autorización de los proveedores de servicios de financiación participativa o, según la denominación empleada en la sección 1ª del título V de la Ley 5/2015, plataformas de financiación participativa “armonizadas”, esto es, entidades que presten servicios de financiación participativa en España regulados por el Reglamento (UE) 2020/1503. A diferencia de la regulación estadounidense, los proveedores de servicios de financiación participativa podrán prestar servicios relativos a los préstamos, si bien todo lo relacionado con ellos ha quedado excluido del análisis de esta tesis doctoral. Distinción importante en el caso español, no exenta de polémica, es la existencia de plataformas de financiación participativa no armonizadas por el Derecho de la Unión Europea, a las cuales no se les aplica el Reglamento (UE) 2020/1503.

Los *funding portals* o portales de financiación son, además, objeto de supervisión por parte de la SEC y FINRA en el caso de Estados Unidos, al igual que las plataformas o proveedores de financiación participativa lo son por la CNMV en el caso de España. En Estados Unidos, debido a su especial posición de neutralidad en las operaciones que se desarrollan en el mercado de *crowdfunding*, tienen estos intermediarios sustanciales obligaciones. Se les obliga, por ejemplo, al mantenimiento de determinados registros relativos a las operaciones y comunicaciones con emisores e inversores. De gran relevancia resulta la obligación de facilitar ciertos materiales educativos a los inversores, ya que supone la base de una correcta comprensión de la inversión a realizar, que se proporcionan a través de la cuenta que el inversor viene obligado a abrir con el intermediario.

La regulación española no contempla la entrega de materiales educativos como tales, sino que se refiere a la obligación de los proveedores de servicios/plataformas de proporcionar una determinada información mínima facilitando a los inversores la ficha de los datos fundamentales de la inversión, que se prepara por los promotores de proyectos. El equivalente de esta información en el caso de Estados Unidos recae más bien, no en el *funding portal* sino en el emisor.

Un aspecto esencial es que el intermediario adopte proactivamente medidas para la protección de los inversores de manera que se mantenga o suscite la confianza del público en el mecanismo y se reduzca el riesgo de fraude. Ello se puede efectuar a través

de la *due diligence* o diligencia debida en el análisis de los proyectos que se presentan a ser publicados por los *funding portals*. De manera que la reputación de estos se crea, mantiene o pierde según lo acertados que estén en tal evaluación del proyecto.

En el caso estadounidense, no se han establecido requisitos prudenciales o relativos al capital mínimo, recursos propios, o *fidelity bonds*. La legislación aplicable en España sí que contiene tales preceptos y a nuestro parecer es más acertado a efectos de establecer una medida de salvaguarda ante las posibles consecuencias negativas derivadas de una desafortunada gestión de los *funding portals*.

Los intermediarios de este tipo de financiación han de cumplir ciertos requisitos de *compliance* o cumplimiento normativo, con especial interés en los aspectos relativos a los conflictos de intereses y la posible participación en los proyectos publicados. En el caso estadounidense no se permite la participación de estos, ni tampoco la de sus directivos y participes, con porcentajes significativos *en el emisor de proyectos* que oferte, a menos que sea la adquisición, por parte del intermediario, *de valores de la oferta*, y en compensación de los servicios prestados. En similar sentido se prohíbe a los proveedores de servicios de financiación participativa la participación *en las ofertas publicadas* en sus plataformas. La prohibición europea es más clara y eficiente para preservar la neutralidad, y por ello nos parece más acertada.

Se ha tratado asimismo la posibilidad o no de la compensación por parte de estos intermediarios a terceros, que cuentan con similares limitaciones en el ámbito estadounidense y en el español. Igualmente se han analizado las disposiciones relativas a la transmisión de los fondos que en el caso estadounidense se efectúa a través de cuentas de *escrow*, mientras que en el español la legislación europea se refiere bien a la externalización de este servicio a través de proveedores de servicios de pagos o bien a la obtención de esta autorización adicional por el propio proveedor de servicios de financiación participativa.

A efectos de no desvirtuar la función principal de los intermediarios en el *crowdfunding* se establecen ciertas limitaciones a las actividades que pueden desempeñar para no comprometer su posición de neutralidad. De manera que no se permiten actividades de asesoramiento o publicitarias más allá de la inclusión en la plataforma y se exige la aplicación de criterios objetivos para destacar ciertas ofertas, regulación en este aspecto similar en Estados Unidos y España. Se han analizado, asimismo, las

posibilidades existentes en cuanto al establecimiento de canales de comunicación o tablón de anuncios, a efectos de facilitar un mayor y más eficiente intercambio de información entre los inversores sobre los proyectos que facilite entre ellos posibles operaciones de desinversión, con una regulación también similar a grandes rasgos.

SEXTA

Los inversores, y la protección de estos, es esencial para la salud y el potencial del *crowdfunding* o financiación participativa, y sobre ellos se centra el análisis en el capítulo cuarto de la tesis. La admisión de proyectos potencialmente fraudulentos o la pérdida de capital por inversores que operan por encima de sus posibilidades, si se da a cierta escala, bien por falta de supervisión bien por falta de una correcta regulación, puede afectar a la reputación del mecanismo del *crowdfunding* y suponer un golpe a la línea de flotación de este. Si se perciben riesgos que no se mitigan y se acaban materializando de una manera recurrente se condenará al fracaso a esta alternativa de financiación.

Para evitar estas situaciones complejas y no deseables, es necesario actuar desde el ámbito de la prevención, y más concretamente mediante el establecimiento de medidas que protejan a los inversores, o, en especial, a aquellos inversores que lo necesiten. Si bien esto último es más complejo dado que se puede requerir una protección sin ser plenamente consciente de ello.

La regulación del *crowdfunding* establece, tanto en la legislación española como en la estadounidense, una clasificación de los inversores en experimentados o acreditados, a saber, aquellos que tienen los conocimientos y/o los medios para llevar a cabo inversiones más cuantiosas y los inversores no experimentados o no acreditados, que no los tienen. Conviene aquí aclarar que el riesgo es exactamente igual para dos inversores que inviertan en un proyecto X, es decir, si va mal, va mal para los dos. Ahora bien, es el impacto donde está la clave en las consecuencias y repercusiones que se pueden derivar de una inversión fallida si es inversor experimentado o no. Presumiéndose que los no experimentados se encontrarán en una situación más precaria de materializarse el riesgo, las legislaciones, tanto la estadounidense como la española, diferencien el tratamiento de unos y otros, aunque no con la misma intensidad en el grado de protección alcanzado. Mientras que la legislación estadounidense aboga por el establecimiento de límites

cuantitativos de inversión para inversores no acreditados a efectos de limitar las posibles, sino probables, consecuencias negativas, el legislador europeo opta por otro enfoque. Si bien la redacción inicial abogó por establecer límites a las inversiones de los no experimentados, el Reglamento permite que estos se superen, siempre que el inversor reciba una advertencia del riesgo, manifieste su consentimiento expreso y demuestre al proveedor de servicios de financiación participativa que entiende la inversión y sus riesgos. La evaluación o prueba de conocimientos prevista en el Reglamento, si sus resultados son favorables, puede servir como prueba de ello.

La acreditación de que el inversor entiende la inversión y sus riesgos es, en todo caso, una tarea compleja. De saber y comprender la existencia de un riesgo, a ser plena y objetivamente consciente de las probabilidades de materialización de un riesgo y todas sus implicaciones hay cierta distancia, que el legislador europeo no ve especialmente problemática. De ahí que permita superar los límites de inversión para los no acreditados, de certificarse los extremos mencionados. A nuestro parecer es más adecuada la regulación estadounidense que sí que aplica esos límites y no permite superarlos. Lo hace, además, estableciendo dos escalones de inversión, dando flexibilidad y margen de actuación a los inversores según su situación económica. De hecho, este doble escalón y la distinción a efectos de *crowdfunding* de los inversores ha supuesto una evolución en la regulación de esta figura ya que en un primer momento no distinguía tipos de inversores. La regulación estadounidense, utiliza para el establecimiento de estos límites la opción de los porcentajes sobre el patrimonio neto y además obliga a no superarlos. Opción esta que es bastante equilibrada y que quizás el legislador europeo hubiera debido de adoptar a través de una fórmula imperativa u obligatoria en el Reglamento, y no solo como una mera recomendación atendiendo a lo dispuesto en su art. 23.6, letra c). Aunque el establecimiento de límites es una opción bastante sencilla y segura para la protección de los inversores, no es sin embargo la única ya que se debe complementar con otras posibles opciones.

No se puede entender el riesgo sin la percepción del riesgo, ni esta sin el conocimiento y la comprensión. De ahí la necesidad de establecer requisitos de información a suministrar a los inversores, en la confianza de que la transparencia y la información concisa, completa y entendible facilitará a estos un mejor entendimiento de la operación que van a realizar y por tanto si les conviene o no. A efectos de que la

información sea más comprensible y comparable por parte de los inversores se suele requerir que la misma se incluya en plantillas o formularios estandarizados, como la ficha de datos fundamentales de la información. Ambas regulaciones, la española y la estadounidense, cubren aspectos muy similares, si bien la diferencia más significativa, es relativa a los informes que el emisor o promotor de proyecto ha de presentar a los inversores y al supervisor en el caso de la legislación estadounidense, que no encuentran una réplica en la legislación europea o española.

SÉPTIMA

Además de la información, se efectuará una prueba o evaluación de los conocimientos del inversor, si bien sin muchas consecuencias en la práctica, como hemos mencionado en el caso de la legislación europea, ya que con la consiguiente advertencia del riesgo y la certificación de recepción y comprensión se puede continuar con la inversión, como se ha destacado.

Otro aspecto importante es el relativo a los periodos de desistimiento *ad nutum* o de reflexión precontractual. Mientras que Estados Unidos permite desistir o cancelar la inversión hasta antes de las últimas 48 horas de la oferta, el regulador europeo permite la cancelación durante los 4 días naturales siguientes a la aceptación de la oferta. En estos casos, ya desde el punto de vista logístico, de saber hasta cuándo se pueden dar las cancelaciones, como de protección de los inversores, en el sentido de darles mayor flexibilidad y más opciones para cambios de opinión, nos parece más acertada la opción regulatoria estadounidense.

Existe además la vía de ofrecer protección a los inversores habilitando sistemas de reclamación o quejas, más extensamente regulados en la normativa europea. Esta última, sin embargo, se ha mostrado un poco más tibia, pues solo contiene una somera referencia, para asegurarse de que los inversores puedan ejercitar acciones civiles de responsabilidad civil, remitiendo en este punto a los regímenes generales en la materia que sean establecidos por los estados miembros. Por el contrario, el legislador estadounidense es más claro y dedica mayor atención a la regulación específica de las posibles responsabilidades derivadas de operaciones de *crowdfunding*.

En relación con la fase posterior a la campaña de inversión, se incluyen, como es de esperar dado sus innegables consecuencias en la práctica, las debidas referencias al ejercicio de los derechos por parte de los inversores. En este punto, la regulación no es especialmente completa en ninguna de las dos legislaciones si bien ligeramente más específica en la estadounidense, dado que la información que se proporciona sobre el emisor ahonda más en detalles que son relevantes en el ejercicio de la condición de socio. En el Derecho estadounidense se imponen, además, restricciones temporales a la transmisibilidad de los valores adquiridos mediante *crowdfunding*, generalmente durante un año para evitar la especulación, pero contando con excepciones relevantes. Ha de recordarse además que no existe un mercado secundario para estos valores lo que compromete, en cualquier caso, su transmisibilidad, de ahí la importancia de comunicar potenciales restricciones de derechos de socios y reforzar mediante pactos estatutarios o contractuales la opción de salida del inversor, por ejemplo, mediante cláusulas de *tag along*, *pactos de recompra o derechos de separación* para inversores minoritarios, entre otras.

En cuanto a las posibles agrupaciones de inversores de *crowdfunding* a efectos de poder ejercitar una mejor defensa de sus intereses, se contempla con gran laxitud por la regulación española. Con la redacción actual de esta materia en el artículo 56 de la Ley 5/2015 se admiten distintos modelos de agrupación de inversores que, sin estar específicamente recogidas por el Reglamento (UE) 2020/1503, es dudoso que resulten compatibles con su regulación. Se plantean muchos interrogantes en cuanto a cómo se va a desenvolver este fenómeno en la práctica. La regulación estadounidense cuenta por su parte con un mecanismo que puede considerarse similar en cuanto a su objetivo, agrupar a todos los inversores de una misma emisión o campaña en otra entidad separada del emisor, si bien su articulación es distinta. Se efectúa a través de específicos *vehículos de crowdfunding*, que vienen a considerarse como co-emisores en la operación de *crowdfunding*. La ventaja de la opción estadounidense del *vehículo de crowdfunding* es una regulación mucho más detallada y precisa que la que ha dedicado la legislación española a las “agrupaciones de inversores”, de la que resulta una clara finalidad instrumental, que se refleja en los preceptos encaminados, entre otros aspectos, a “mimetizar” la estructura del emisor.

OCTAVA

La regulación estadounidense, a nuestro parecer, resulta más equilibrada y con mayores opciones para la protección del inversor, ya que, a diferencia de la española, regula con más detalle la figura de los emisores. Se establecen los supuestos de emisores que no podrán hacer uso de la excepción de *crowdfunding*, entre otros los extranjeros, si no cumplen ciertos requisitos, y los inhabilitados. En cuanto a los emisores extranjeros en España, el silencio al respecto puede entenderse como su permisibilidad, de cumplir con la regulación existente. La regulación española en el ámbito de la “inhabilitación”, tan solo hace referencia a requisitos de debida diligencia (*due diligence*) y a la comprobación por el proveedor de servicios de financiación participativa de sus antecedentes penales y otros extremos, aunque con similares efectos. Esta información, en el ámbito estadounidense, se aportará por el emisor y se establece además claramente la responsabilidad de este por ella. En España, sin embargo, es el proveedor el que debe realizar la comprobación, basado en la información que el promotor del proyecto le proporciona, y quien además ha de actuar en caso de identificar inexactitudes. La regulación estadounidense encomienda tal deber al emisor, quien está en mejor posición de identificar problemas en la información facilitada. En materia de responsabilidad, el Reglamento se limita a referir que los Estados miembros velarán por la responsabilidad civil de los responsables. Consideramos que tal referencia es demasiado tibia y que la opción estadounidense es más solvente.

La información facilitada en el caso estadounidense es extensiva especialmente al ámbito económico y financiero del emisor y a la estructura de capital de este. Proporciona por tanto mejor información que su equivalente europeo para que el inversor pueda evaluar la conveniencia de la inversión.

La regulación europea ha dejado sin regular aspectos que podrían haber aportado claridad a la financiación participativa. Ejemplo de ello es el silencio en cuanto a las comunicaciones publicitarias que *el emisor o promotor del proyecto* puede realizar (ya que solo se ocupa de las del proveedor de servicios), o al requerimiento de informes continuados realizados por el emisor una vez se haya completado la oferta de financiación participativa, con las consecuentes ventajas de obtener información sobre el proyecto financiado, aun después de aceptarse la oferta. Los vehículos de *crowdfunding* son

también una de las diferencias estadounidense con la española, si bien como ya se ha mencionado, la española opta por las agrupaciones de inversiones para similar objetivo.

NOVENA

La información a facilitar sobre los proyectos es bastante similar en ambos ordenamientos, si bien como es la regla general con más extensión y detalle en la estadounidense. El cierre de la campaña se podrá efectuar anticipadamente con ciertas condiciones y además de realizarse cambios sustanciales en la oferta se prevé la necesidad de confirmación expresa por parte del inversor del compromiso de financiación. En España no se prevé tal supuesto de cierre anticipado, sino que se centra en el supuesto de no alcanzar la cantidad objetivo de la oferta. Ambos ordenamientos establecen disposiciones en cuanto al cómputo o integración de los 5 millones de límite de emisión, con similar enfoque, sin que en ninguno de los dos casos se pueda superar tal cantidad ya que se requeriría registro o emisión de folleto según el caso.

En cuanto a los *securities* o valores a intercambiarse a través del *crowdfunding*, se permiten muchas más modalidades y variaciones en el ámbito estadounidense por lo amplio y flexible del concepto de *securities*, basado en la legislación o en la aplicación del *Test Howey*. En el caso español es más limitado, si bien destaca la inclusión de las participaciones sociales, que no son a priori transmisibles, para aquellos casos en que se permita su transmisión. Un aspecto de gran importancia es la restricción a la transmisibilidad de los valores durante un año en el caso de Estados Unidos, a no ser que se transmita en ciertos supuestos tasados. La regulación española y europea sin embargo no contienen tal limitación temporal, y quizás sea esta una mejor que la limitación de un año. Tal límite en principio para evitar la especulación puede de hecho generar más problemas, imposibilidad de transmitirlo aun teniendo un comprador, que soluciones, impedir con efectividad la especulación con los valores de *crowdfunding*.

La regulación europea y, por ende, la española prevé la posibilidad, bajo determinados presupuestos, de utilizar *Special Purpose Vehicle* (SPV) de manera que la inversión se efectúe no en el emisor sino en otra entidad con interés en este, constituyéndose como una entidad instrumental. Se restringe, no obstante, el alcance de esta figura, puesto que “solo podrá ofrecerse a través de dicha entidad instrumental un

activo no líquido o indivisible”. Parece regularse únicamente un instrumento de “titulización”, y no una entidad interpuesta para agrupar a la totalidad de los inversores de una campaña de *crowdfunding* para ofrecerles un trato unificado (que les permita ejercer sus derechos mediante representación) y, al mismo tiempo, facilitar el “gobierno corporativo” del promotor del proyecto.

DÉCIMA

Ambas legislaciones, la estadounidense y la española han afrontado la regulación del *crowdfunding*, haciendo uso de lo que consideran sus mejores armas y partiendo cada una de ellas de una concepción distinta del fenómeno, que permea toda la regulación. Aunque bastante similares en ciertos aspectos, consideramos que el enfoque normativo de Estados Unidos es, por el momento, más acertado para encontrar el equilibrio anhelado entre la captación de financiación privada para pymes o empresas emergentes y la requerida protección de los inversores.

BIBLIOGRAFÍA

Abbott, J.I., Vito, M.E., Cabarle, C., (2017), “Implications of the 2012 JOBS Act for Investors”, 34 *Journal of Taxation of Investments* 3, Winter 2017.

Agüero Ortiz, A., (2020), “Normas de protección del inversor en plataformas de financiación participativa para empresas en el Reglamento (UE) 2020/1503”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, 36/2020, p.144-165.

Alonso Espinosa, F.J., (2018), “Protección de la inversión a través de plataformas de financiación participativa”, *Crowdfunding: Cooperación colectiva al servicio de la financiación*, Dir. Lázaro Sánchez E.J. y De la Vega García, F., M., Ed. Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2018, Recurso electrónico.

Álvarez Royo-Villanova, S. (2014), “El “Equity Crowdfunding” o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación”. Madrid: *Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. 61, p.13-58.

Álvarez Royo-Villanova, S., (2020), “Crowdfunding de inversiones (equity crowdfunding)”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia.

Armour J., Enriques, L., (2017), “The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts”, *European Corporate Governance Institute Law Working Paper* N° 366/2017, September 2017, p.1-52.

Asociación Española de *Crowdfunding*, (2015), Propuesta para el Senado, 5 de febrero de 2015, <http://studylib.es/doc/7102407/propuesta-para-el-senado---asociaci%C3%B3n-espa%C3%B1ola-de-crowdfu...>

Azofra Vegas, F., (2020) “El concurso de acreedores de las plataformas de financiación participativa”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia.

Badia, M., (2016), “Crowdlending: préstamos para pymes y autónomos”, *Crowdfunding: Aspectos Legales*, Dir. Moreno Serrano, E., Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico.

Banco Mundial, PIB per cápita (US\$ a precios actuales) European Union disponible en https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.PCAP.CD?locations=EU&most_recent_value_desc=false

Banco Mundial, PIB per cápita (US\$ a precios actuales) disponible en https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.PCAP.CD?locations=EU&most_recent_value_desc=false

Bartlett, J.W, (2020), “Raising the Initial Round--How to Find Capital: Strategies Useful in the Search,”, *Equity Finance: Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations*, Aspen Publishers | 2nd Edition 2020. Recurso electrónico.

Bell, T., (2019), “Weakness in Numbers: The Risks Investors' Bounded Rationality and Cognitive Biases Pose to the U.S. Securities Crowdfunding Market”, *Georgetown Law Journal*, 108, p.175-201.

Berkeley, A.J., (2019), “Regulation D Offerings & Private Placements Some Things You Ought To Know About Crowdfunding What It Is And What It Isn't”, The American Law Institute Continuing Legal Education ALI-CLE Course Materials March 7 – 9.

Bloomenthal, H.S., Wolff, S., (2019), *International Capital Markets and Securities Regulation*, Thomson Reuters, September 2019 Update, Recurso electrónico.

Bloomenthal, H.S., Wolff, D., (2020), *Securities and Federal Corporate Law*, Thomson Reuters, February 2020 Update, Recurso electrónico.

Borralló Fernández, A.B., (2020), “Régimen general del crowdfunding: el promotor y el inversor”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia.

Borgia Sorrosal, S., (2020), “Aspectos fiscales del crowdfunding”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia.

Bromberg, A.R., Lowenfels, L.D., And Sullivan, M.J., (2019), *Bromberg & Lowenfels on Securities Fraud*, (2d ed.) December 2019 Update.

Brummer, C., (2015), “Disruptive Technology and Securities Regulation”, *Fordham Law Review*, 84, p.977-1052.
<https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5158&context=flr>

Brummer, C., Yadav, Y., (2019), “Fintech and the Innovation Trilemma”, *Georgetown Law Journal*, 107, p.235-306.

Callejo Rodríguez, C., (2020), “El crowdfunding de donación”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia.

Camacho Clavijo, S. (2016), “El crowdfunding: régimen jurídico de la financiación participativa en la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial”, *Revista Cesco de Derecho de Consumo*, Nº 17/2016, Madrid, p.85-115.

Campuzano, A.B., (2020), “Las plataformas de financiación participativa”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia.

Carni, U. (2014), “Protecting the crowd through escrow: three ways that the SEC can protect crowdfunding investors”, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 08/2014, Volumen 19, Número 3, p.681-706.

Carrasco Perera, A., (2014), “Proyecto de ley de fomento de la financiación empresarial: la financiación participativa a través de plataformas de “crowdfunding””, *Revista CESCO de Derecho de Consumo* núm. 12/2014, p.185-197, <https://revista.uclm.es/index.php/cesco/article/view/616>

Carrasco Perera, A., (2014), “El ‘crowdfunding’ que viene”, *Actualidad Jurídica Aranzadi* num.883/2014 parte Tribuna, BIB 2014\1081, Recurso electrónico.

Checklists for Corporate Counsel, (2020) Thomson Reuters, March 2020 Update, Recurso electrónico.

Cohen, P., (2017), “The common denominator between crowdfunding and Securitization of subprime Mortgages: the SEC”, *Administrative Law Review*, vol.69, núm 3, p.671-694.

Colistra, R., Duvall, K., (2017), “Show Me the Money: Importance of Crowdfunding Factors on Backers’ Decisions to Financially Support Kickstarter Campaigns”, *Social Media Society*, October-December 2017, <https://doi.org/10.1177/2056305117736942>

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), “Manual de solicitud de autorización de PSFP”, <https://www.cnmv.es/portal/legislacion/ModelosN/ModelosN.aspx?id=PFPP>

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), “Manual de solicitud de autorización de PFP no armonizada”, <https://www.cnmv.es/portal/legislacion/ModelosN/ModelosN.aspx?id=PFP>

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), “Manual simplificado para la autorización de PSFP. (Para Plataformas de Financiación Participativa autorizadas al amparo de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial)”, <https://www.cnmv.es/portal/legislacion/ModelosN/ModelosN.aspx?id=PFP>

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), “Listado de Plataformas de Financiación Participativa”, <https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Plataforma/Financiacion-Participativa-Listado.aspx>

Consulta de la Dirección General de Tributos V 2395-17.

Consulta vinculante de la Dirección General de Tributos. V2895-16

Cuena Casas, M., (2020), “La protección del inversor en el *crowdfunding* lucrativo”, Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding, Dir. Cuena Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2020.

Delgado Larena-Avellaneda, J.E., (2016), “La representación de los inversores por la Plataforma de financiación participativa”, *Crowdfunding: Aspectos Legales*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico,

Diblik, J., Topinka, J. & Amler, P., (2018), “FinTech in the Czech Republic: overview”, Practical Law Country Q&A, w-014-8515, Law stated as of 01 May 2018, Thomson Reuters Westlaw, Recurso electrónico.

Diez Soto, C.M., (2023), “La incidencia del derecho de consumo en el crowdfunding financiero”, *Cuadernos de Derecho Transnacional* (Marzo 2023), Vol. 15, Nº 1, pp. 313-355.

Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, Commission Staff Working Document, (2016), “Crowdfunding in the EU Capital Markets Union”, pp.1-51, https://ec.europa.eu/info/system/files/crowdfunding-report-03052016_en.pdf

Dolatabadi, I., Fracassi, C., y Yang, L., (2021), “Equity Crowdfunding in the U.S.”, Octubre 2021, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3934662

Enciso Alonso-Muñumer, M., (2016), “Las plataformas de financiación participativas: su constitución », *Crowdfunding: Aspectos Legales*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico.

Ennico, C.R., (2020), *Closely Held Corporations: Forms and Checklists*, April 2020 Update, Recurso electrónico.

Estevan de Quesada, C., (2018), *El Crowdfunding de inversión (Crowdinvesting)*, Thomson Reuters, Recurso electrónico.

Estevan de Quesada, C., (2021), “Crowdfunding financiero en la Unión Europea: el Reglamento (UE) 2020/1503 relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas”, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 1/2021.

Federal Securities Law Reporter, (2019) 2896, Fed. Sec. L. Rep. P 5868307, Recurso electrónico,

Ferretti, F., (2020), “Inteligencia artificial, algoritmos y Big Data en los préstamos P2P”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia.

FINRA, “Funding Portals We Regulate”, <https://www.finra.org/about/firms-we-regulate/funding-portals-we-regulate>

FINRA, “Comunicado de prensa del 4 de mayo de 2022: “FINRA Fines Wefunder \$1.4 Million for Crowdfunding Rule Violations; StartEngine Capital Separately Fined \$350,000””, <https://www.finra.org/media-center/newsreleases/2022/finra-fines-for-crowdfunding-rule-violations>

FINRA, “Investor Alert: Crowdfunding and the JOBS Act: What Investors Should Know”, <https://www.finra.org/investors/alerts/crowdfunding-and-jobs-act>

FINRA, “Learn About Regulatory Oversight of Funding Portals”, <https://www.finra.org/registration-exams-ce/funding-portals/learn-about-regulatory-oversight-funding-portals>

FINRA, “Funding Portal Statutory Disqualification Process”, <https://www.finra.org/registration-exams-ce/funding-portals/statutory-disqualification-process>

Flores Segura, M., (2018), “La tipología de inversores en las operaciones de financiación participativa o «crowdfunding»”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, num.150/2018, Editorial Aranzadi.

Freedman, D.M. And Nutting, M.R., (2014-2015), “A Brief History of Crowdfunding Including Rewards, Donation, Debt, and Equity Platforms in the USA”, pp.1-11, <https://pdf4pro.com/view/a-brief-history-of-crowdfunding-david-m-freedman-219ec7.html>

Galacho Abolafio, A. F., ““Crowdfunding y shadow banking”: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 145, 2017, pp. 1-22.

Galeote Muñoz, M.P., (2016), "Equity Crowdfunding: Agentes y Relaciones", *Revista de Derecho Patrimonial*, 41, 2016, pp.221-232.

García-Pita y Lastres, J.L., (2016), *Plataformas de financiación participativa y "financiaci3n crowdfunding*, España, Tirant Lo Blanch. Valencia,

García-Vaquero, V. y Roibás, I., (2018), “Recent developments in nonbank financing of Spanish firms”, *Economic Bulletin 4/2018 Analytical Articles*, 15 noviembre 2018.

Gardner, G., (2017), “Expected Changes in Sec Regulatory Policy Under President Trump's Administration, 36 *Review of Banking & Finance Law*, pp.580-594.

Geddes, K. E., (2018), “The Amendments to Regulation D: Making Rule 504 “Great” Again?”, *Securities Regulation Law Journal*, Volume 46, Issue 2, Summer 2018.

Gimeno Ribes M., (2014) “Aproximaci3n a la naturaleza jur3dica del “Crowdfunding”, *Revista de Derecho Mercantil*, num.291/2014, pp.451-489.

Golubic, G., (2019) “Do Digital Technologies Have the Power to Disrupt Commercial Banking”, 6 *Journal for International and European Law, Economics and Market Integrations* 83, pp.83-110.

González, A. y Ramos. J., “Financiación Participativa (Crowdfunding) en España 2021 El Año de la Recuperación Informe Anual”, pp.1-102. <https://www.universocrowdfunding.com/informe-anual-sobre-el-crowdfunding-en-espana-2021/>

González Castilla, F., (2021) "El concepto de empresa y la aplicación del derecho de la competencia a los prestadores de servicios a través de plataformas digitales", *Competencia en mercados digitales y sectores regulados*, Dir. Jaume Martí Miravalls, 2021, Tirant Lo Blanch, Recurso electrónico, pp. 1-12,

Goñi Rodríguez de Almeida, M., (2020), "La contratación a través de plataformas intermediarias en línea", *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia.

Gutfleisch, G., (2018), "Prospects for Future EU Legislation on Crowdfunding and Initial Coin Offerings", *Banking & Financial Services Policy Report*, 37, No. 8 (2018), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3353394, pp. 4-13.

Hazen, T. (2012), "Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned on Meaningful Disclosure", *North Carolina Law Review*, pp.1735-1770.

Heminway, J.M., (2017), "The Legal Regulation of U.S. Crowdfunding: An Organically Evolving Patchwork", *University of Tennessee Legal Studies Research Paper*, No. 335, (October 22, 2017), https://ir.law.utk.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1870&context=utklaw_facpubs

Henderson, M.T., Raskin, M., (2019), "A Regulatory Classification of Digital Assets: Toward an Operational Howey Test for Cryptocurrencies, ICOs, and Other Digital Assets", *Columbia Business Law Review*, pp.443-493.

Ho, S., "SEC's Small Company Advisory Panel to Discuss Exempt Offerings", *Accounting & Compliance Alert (WG&L)*, 2019 WL 587350, WGL-ACCTALERT Vol. 13, No. 218, Recurso electrónico, Thomson Reuters Tax and Accounting.

Horvat, E.A., Wachs, J., Wang, R., Hannak, A., (2018), “The Role of Novedosity in Securing Investors for Equity Crowdfunding Campaigns”, Proceedings of the AAAI Conference on Human Computation and Crowdsourcing, 6(1), pp.50-59.

Ibrahim, D.M., (2019), “Public Or Private Venture Capital”, *Washington Law Review*, 94, pp.1137-1174.

InfoDev/World Bank Group (2013) Crowdfunding’s Potential for the Developing World Washington D.C. The World Bank, pp.1-103. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/409841468327411701/pdf/840000WP0Box380crowdfunding0study00.pdf>

Jiménez Alemán, J.A., (2021), “Análisis de los conflictos de interés en la financiación participativa: alertas y propuestas en un nuevo escenario de interacción financiera”, *Revista de Derecho del Sistema Financiero* 1, Marzo 2021, pp.223-274.

Jiménez Paris, A., (2020), “El crowdfunding inmobiliario en España. Cuestiones resueltas y no resueltas por la ley de fomento de financiación empresarial”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia.

Kilborn, J., (2020), “El crowdfunding y el crowdlending en EEUU. Marco regulatorio, exenciones y consecuencias”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia.

Klapper, L., Lusardi, A., And Van Oudheusden, P., (2105), “Financial Literacy Around the World: Insights from the Standard & Poor’s Ratings Services Global Financial Literacy Survey”, pp.1-28, https://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/Finlit_paper_16_F2_singles.pdf

Lázaro Sánchez, E.J, (2018), “Crowdfunding : una fórmula de cooperación económica en la era digital”, *Crowdfunding: Cooperación colectiva al servicio de la*

financiación, Dir. Lázaro Sánchez E.J. y De la Vega García, F. , M., Ed. Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, Recurso electrónico.

Lazzaro, E., Noonan, D., (2021) “A comparative analysis of US and EU regulatory frameworks of crowdfunding for the cultural and creative industries”, *International Journal of Cultural Policy*, 27(5), pp.590-606, <https://scholarworks.iupui.edu/bitstream/handle/1805/28367/Lazzaro2021Comparativ-e-AAM.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Liao, C., Zhu, Y., Liao, X., (2015), “The Role Of Internal And External Social Capital In Crowdfunding: Evidence From China”, *Revista De Cercetare Si Interventie Sociala* 49, pp.187-204.

Long, J. C, Kaufman, M.J., Wunderlich, J.M., (2019), *Blue Sky Law*, Thomson Reuters, December 2019 Update, Recurso electrónico.

López Ortega, R., (2021), "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”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* 162, Abril - Junio 2021, pp.155-202.

Lorrio, A., (2014), “Financiación "crowd-funding", BIB 2014\732, *Actualidad Jurídica Aranzadi*, num.881/2014.

Lucas Valero, J., (2016), “La protección de proyectos de crowdfunding”, *Crowdfunding: Aspectos Legales*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico.

Macanás, G., (2018), “Calificación y caracteres del contrato de mediación con la plataforma de crowdfunding”, *Crowdfunding: Cooperación Colectiva al Servicio de*

la financiación, Dir. Lázaro Sánchez, E. y De la Vega García, F., 1ª ed., agosto 2018, Recurso electrónico.

Macchiavello, E., (2022), “The Challenges Awaiting the European Crowdfunding Services Providers Regulation: Ready for Launch?”, *Nordic Journal of Commercial Law* (NJCL), 2022, 2, Nov 15, 2022, pp.91-115.

Magnuson, W., (2018), “Regulating Fintech”, *Vanderbilt Law Review*, 71, 1167, May 2018, pp.1167-1226.

Martin Fernández, I.M., (2016), “Aspectos fiscales del crowdfunding”, *Crowdfunding: Aspectos Legales*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico.

Martinez, R., (2020), “Crowdfunding y protección de datos”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia.

Maupin, J., (2017), “Mapping the Global Legal Landscape of Blockchain and Other Distributed Ledger Technologies”, CIGI Center for International Governance Innovation Papers, No. 149 — October 2017, pp.1-16, <https://www.cigionline.org/static/documents/documents/Paper%20no.149.pdf>

Medina Alcoz, M., (2020), “El crowdfunding de recompensa o reward crowdfunding”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia.

Moreno Serrano, E., (2016), “Configuración jurídica del Crowdfunding como forma alternativa de financiación” *Crowdfunding : aspectos legales*, Cizur Menor, Navarra : Thomson Reuters Aranzadi.

Moreno Serrano, E., (2016), “La instrumentalización del Crowdfunding mediante la emisión de acciones o participaciones” *Crowdfunding : aspectos legales*, Cizur Menor, Navarra : Thomson Reuters Aranzadi.

Murphy, T. (2017) *Playing to a New Crowd: How Congress Could Break the Startup Status Quo by Raising the Cap on the Jobs...* Boston College. Law School. Boston College Law Review, 01/2017, Volumen 58, Número 2, pp.775-807.

Nathanson, J., (2023), “Restructuring Futures Markets”, *University of Chicago Business Law Review*, <https://businesslawreview.uchicago.edu/sites/default/files/2023-03/Josh%20Nathanson%20FTX.pdf>

Navarro Matamoros, L., (2018), “Concepto y Clases”, *Crowdfunding: Cooperación Colectiva al Servicio de la financiación*, Dir. Lázaro Sánchez, E. y De la Vega García, F., 1ª ed., agosto 2018, Recurso electrónico.

OECD, (2015), “New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing Broadening the Range of Instruments”, pp.1-199, <https://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf>

Olson, B. A., (2019), “Securities Act of 1933—Registration, Exemptions & Liability § 5:26.Regulation crowdfunding—Disclosure requirements”, *Publicly Traded Corporations Handbook* | October 2019 Update, Recurso electrónico.

Oren, O., (2018), “From ICO's, DAO's, and the SEC: a partnership solution”, *Columbia Business Law Review*, pp.617-658.

Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV-IOSCO), (2015), “Statement on Addressing Regulation of Crowdfunding”, December 2015, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD521.pdf>,

Palá Laguna, R., (2020), "Nuevo régimen de los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas: el Reglamento (UE) 2020/1503,

de 7 de octubre", *Análisis Gómez Acebo y Pombo*,| Octubre 2020, https://www.gap.com/wp-content/uploads/2020/10/Nuevo_Regimen_proveedores_europeos.pdf

Pastor Núñez De Castro, E., (2020), "Análisis de los límites de inversión y mecanismos de protección del inversor en el crowdfunding: una perspectiva comparada entre Estados unidos y España", *Derecho de Sociedades: Los Derechos del Socio*, Dir. González Fernández, M.B. y Cohen Benchetrit, A., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, Recurso electrónico, pp.1225-1244.

Pedreira Menéndez, J, (2018), "Fiscalidad de las operaciones de crowdfunding", *Crowdfunding: Cooperación colectiva al servicio de la financiación*, Dir. Lázaro Sánchez E.J. y De la Vega García, F. , M., Ed. Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, Recurso electrónico.

Picken, S., (2017), "Will the rise in alternative funding solutions rival or revive bank lending?", *Expert Analysis*, 23 No. 25 *Westlaw Journal Derivatives*, November 2, 2017, Thomson Reuters Westlaw, pp.1-4.

Pietrewicz, L., (2017), "Emerging trends in entrepreneurial finance: The rise of ICOs", *INE PAN Discussion Paper*, 30 November 2017, p.1-16, https://www.researchgate.net/publication/322197042_Emerging_trends_in_entrepreneurial_finance_The_rise_of_ICOs, fecha de última consulta el 7 de mayo de 2023.

Practical Law Corporate & Securities, "US Securities Laws: Overview", Thomson Reuters Practical Law, Recurso electrónico.

Practical Law Corporate & Securities, "Crowdfunding Intermediaries: Funding Portals and Brokers", Thomson Reuters Practical Law, Recurso electrónico.

Practical Law Corporate & Securities, "Intrastate Crowdfunding Laws: Delaware", Practical Law State Q&A w-007-3508, 02 Sep 2019, Thomson Reuters, Recurso electrónico.

Practical Law Corporate & Securities, “JOBS Act: Crowdfunding Summary”, Practical Law Practice Note 6-518-7396, Thomson Reuters Practical Law, Recurso electrónico.

Practical Law Corporate & Securities, “JOBS Act and FPIs: How the JOBS Act Applies to Foreign Companies Chart”, Practical Law Checklist, Thomson Reuters, Recurso electrónico.

Practical Law Corporate & Securities, “Multiple Offerings: Dealing With Integration”, Practical Law Practice Note 1-381-9554, Thomson Reuters Practical Law, Recurso electrónico.

Practical Law Corporate & Securities, “Minority Investments: Overview”, *Practice Note Overview 1-422-1158*, Thomson Reuters Westlaw, Recurso electrónico.

Practical Law Corporate & Securities, “SEC Cautions Investors on Purchasing SAFEs in Crowdfunding Offerings”, Practical Law Legal Update w-008-0485, Thomson Reuters Practical Law, Recurso electrónico.

Practical Law Corporate & Securities, “Strategic Equity Investments in Startups”, Practice Note w-006-4136, Thomson Reuters, (2020), Recurso electrónico.

Rahmati, L. “Did You Know That Foreign Issuers Can Also Rely On Regulation Crowdfunding?”, Bevilacqua PLLC Blog, <https://www.bevilacquaplhc.com/did-you-know-that-foreign-issuers-can-also-rely-on-regulation-crowdfunding/>

Ramos, J. y González, A., (2020), “La financiación participativa (Crowdfunding) en datos”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia.

Rivon, M., (2016), “Don't let them fool ya: examining the sec rules on crowdfunding and their effect on small business growth”, *Rutgers Law Record*, 44.

Rodríguez de las Heras Ballel, T., (2016), “La responsabilidad de las plataformas: Alcance, límites y estrategias ”, *Crowdfunding: Aspectos Legales*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico.

Rodríguez de Las Heras Ballel, T., (2020), “Responsabilidad de las plataformas de financiación participativa”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant LoBlanc, Valencia.

Rodríguez Marín, S., (2016), “Crowdfunding de inversión mediante obligaciones”, *Crowdfunding: Aspectos Legales.*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico.

Rodríguez Martínez, I., (2018) , “El servicio de mediación electrónica de las plataformas de financiación participativas: marco regulador”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* num.149/2018 parte Crónicas, Editorial Aranzadi, S.A.U., Cizur Menor, Recurso electrónico, pp.59-100.

Rodríguez Martínez, I., (2021), “Claves de la reforma del modelo español de financiación participativa”, *Anuario de Capital Riesgo* 2021.

Rodríguez Rodrigo, J., (2020), “Crowdfunding y Derecho Internacional Privado”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia.

Royse, R., (2014), “Crowdfunding”, *California CPA* - Vol. 83 Núm. 5, noviembre, Recurso electrónico, <http://vlex.com/vid/crowdfunding-636441309>

Sánchez Ruiz, M., (2018), “Las normas de conducta de las plataformas de financiación participativa”, *Crowdfunding: Cooperación Colectiva al Servicio de la*

financiación, Dir. Lázaro Sánchez, E. y De la Vega García, F., 1ª ed., agosto 2018, Recurso electrónico.

Sánchez Ruíz, M., (2020), “La (débil) posición jurídica del socio inversor no acreditado en el equity crowdfunding”, *Derecho de Sociedades: Los Derechos del Socio*, Dir. González Fernández, M.B. y Cohen Benchetrit, A., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, Recurso electrónico, pp.1141-1160.

Sánchez Ruiz, M., (2021), “Digitalización de sociedades y equity crowdfunding”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 29/2021, N° 29, 1 de jul. de 2021, Editorial Wolters Kluwer, pp.1-16.

Sánchez Ruiz, M., (2022), "El *equity crowdfunding* en el Reglamento (UE) 2020/1503 sobre proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas", *Derecho digital y nuevas tecnologías*, Dir. Madrid Parra, A. y Alvarado Herrera, L., Ed. Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., marzo 2022.

Santamaria Ramos, F.J., (2016) , “Protección de datos en las plataformas de crowdfunding”, *Crowdfunding: Aspectos Legales*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico.

Serrano Acitores, A., (2016), “Los pactos parasociales en el contexto del equity crowdfunding”, *Crowdfunding: Aspectos Legales*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico.

Serrano Gómez, E., (2020), “Crowdfunding y propiedad intelectual”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia.

Schwartz, A. (2013), “Crowdfunding Securities”, *Notre Dame Law Review*, Volume 88 | Issue 3, pp.1457-1490.

Smith, L.A., (2013), “Crowdfunding and Using Net Worth to Determine Investment Limits”, *Denver Law Review*, 90, Online 127, pp.127-135.

Strausz, R., (2017), “A Theory of Crowdfunding: A Mechanism Design Approach with Demand Uncertainty and Moral Hazard”, *The American Economic Review*, 06/2017, Volumen 107, Número 6, pp.1430-1476.

Stricherz, M., (2019) “Crowdfunding advocates seek support to expand federal program”, *CQ Roll Call*, WL 4509178, September 19, 2019, Thomson Reuters, Recurso electrónico.

Tapia Frade, A.D., (2016), “La regulación del equity crowdfunding en el Derecho de EE.UU. Referencia a la Jumpstart our business startups (JOBS) Act — h.r. 3606”, *Crowdfunding: Aspectos Legales*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico.

Tapia Hermida, A.J., (2022), “La nueva regulación europea y española de los servicios y de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, Nº 31, Julio de 2022, pp.1-25.

The S Corporation Handbook, (2019) Thomson Reuters, September 2019 Update, Recurso electrónico.

Thomson, L.C, Olson, B.A., (2019), “Securities Act of 1933—Registration, Exemptions & Liability”, *9A Arizona. Practice, Business Law Deskbook* (2019-2020 ed.) Arizona Practice Series TM | December 2019 Update. Recurso electrónico.

Tolmos, L.M., (2016), “La protección jurídica del inversor: el tercero de confianza, medios de pago y compliance”, *Crowdfunding: Aspectos Legales*, Thomson Reuters Aranzadi, 1ª ed., noviembre 2016, Recurso electrónico.

U.S. Department of Justice News Release, (2017), “Deputy Attorney General Rod J. Rosenstein delivers remarks at the emerging frauds in the Digital Age

Conference”, Washington, DC ~ Tuesday, May 23, 2017,
<https://www.justice.gov/opa/speech/deputy-attorney-general-rod-j-rosenstein-delivers-remarks-emerging-frauds-digital-age>

U.S. Securities and Exchange Commission, “Registration of Funding Portals
A Small Entity Compliance Guide”,
<https://www.sec.gov/divisions/marketreg/tmcompliance/fpregistrationguide.htm>

U.S. Securities and Exchange Commission, (2015), “Regulation
Crowdfunding”, <http://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>.

U.S. Securities and Exchange Commission, “Compliance and Disclosure
Interpretations (“C&DIs”)", <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/reg-crowdfunding-interps.htm>

U.S. Securities and Exchange Commission, “Regulation Crowdfunding: A
Small Entity Compliance Guide for Issuers”, 2016 (updated 2017),
<https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316>

U.S. Securities and Exchange Commission, “Regulation Crowdfunding: A
Small Entity Compliance Guide for Crowdfunding Intermediaries”,
<https://www.sec.gov/divisions/marketreg/tmcompliance/cfintermediaryguide.htm>

U.S. Securities and Exchange Commission, “Form Funding Portal -
Application or amendment to application for registration or withdrawal from
registration as Funding Portal under The Securities Exchange Act of 1934”,
<https://www.sec.gov/files/formcfportal.pdf>

U.S. Securities and Exchange Commission, “FAQs Regarding Intermediary
Requirements and Funding Portal Regulation Under Regulation Crowdfunding”,
<https://www.sec.gov/divisions/marketreg/tmcompliance/cfportal-faqs>

U.S. Securities and Exchange Commission, (2017) “Investor Bulletin: Be Cautious of SAFEs in Crowdfunding”, Investor Alerts and Bulletins, May 9.

U.S. Securities and Exchange Commission, (2019), Proposed Rule “Amending the Accredited Inv’r Definition, Release No. 10734 (Dec. 18, 2019) , <https://www.sec.gov/rules/proposed/2019/33-10734.pdf>

U.S. Congress, House. Committee on Oversight and Government Reform. Subcommittee on TARP, Financial Services, and Bailouts of Public and Private Programs (2012) *Crowdfunding: Connecting Investors And Job Creators : Hearing Before The Subcommittee On TARP, Financial Services, And Bailouts Of Public And Private Programs Of The Committee On Oversight And Government Reform, House Of Representatives, One Hundred Twelfth Congress, First Session, September 15, 2011*. Washington : U.S. G.P.O. <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-112hhrg73612/html/CHRG-112hhrg73612.htm>

Verdú Cañete, M.J., (2018), “Promotores y Proyectos”, *Crowdfunding: Cooperación Colectiva al Servicio de la financiación*, Dir. Lázaro Sánchez, E. y De la Vega García, F., 1ª ed., agosto 2018, Recurso electrónico.

Won, J., (2018), “Jumpstart Regulation Crowdfunding: What is Wrong and How to Fix it it”, *Lewis & Clark Law Review*, 22, pp. 1393-1429.

Yang, L., Chen, Y., Fan, Z., (2021), “Do social network crowds help fundraising campaigns? Effects of social influence on crowdfunding performance”, *Journal of Business Research*, Volume 122, January 2021, pp.97-108.

Zunzunegui, F. (2015), “Régimen Jurídico de las Plataformas de financiación participativa (crowdfunding)”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, Madrid. WorkingPaper 3/2015. Junio 2015, pp.1-32.

Zunzunegui, F., (2020), “Encuadre sistemático y conceptual de la financiación participativa (Crowdfunding)”, *Aspectos Legales de la Financiación en masa o Crowdfunding*, Dir. Cuenca Casas, M., Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia.

Zunzunegui, F., (2022), “How to regulate digital financial platforms: A research agenda”, *Revista de Derecho de Mercado Financiero*, Working paper 3/2022, Noviembre 2022, pp.1-25.

ANEXO DE LEGISLACION

Estados Unidos (alfabético)

Code of Federal Regulations (CFR)

FINRA Rules

FINRA Bylaws

H.R.4860 - Crowdfunding Amendments Act. 116th CONGRESS, 1st Session, 2019 CONG US HR 4860 October 28, 2019, 2019 Federal House Bill 4860 Federal One Hundred Sixteenth Congress - First Session

S.1031 - Crowdfunding Enhancement Act 115th Congress (2017-2018), Sen. Daines, S., (2017) Introducida en el Senado el 3 de Mayo de 2017 U.S. Government Publishing Office

U.S. Code Titulo 15

U.S. Constitution

SEC, “Final Rule: Regulation Crowdfunding”, October 30, 2015, <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>,

U.S. SEC, Release No. 34-76970; File No. SR-FINRA-2015-040, 2016, (SEC approval order of FINRA's crowdfunding rules).

U.S. SEC, Rule Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets, <https://www.sec.gov/rules/final/2020/33-10884.pdf>,

U.S. SEC, Rule Inflation Adjustments Under Titles I and III of the JOBS Act
<https://www.federalregister.gov/documents/2022/09/20/2022-19867/inflation-adjustments-under-titles-i-and-iii-of-the-jobs-act>

España (cronológico)

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE

Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial

Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937

Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas

Ley 28/2022, de 21 de diciembre, de fomento del ecosistema de las empresas emergentes

Reglamento Delegado (UE) 2022/2111 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican los requisitos relativos a los conflictos de interés de los proveedores de servicios de financiación participativa.

Reglamento Delegado (UE) 2022/2112 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican los requisitos y modalidades de la solicitud de autorización como proveedor de servicios de financiación participativa.

Reglamento Delegado (UE) 2022/2113 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación para el intercambio de información entre las autoridades competentes en relación con las actividades de investigación, supervisión y control del cumplimiento con respecto a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas.

Reglamento Delegado (UE) 2022/2114 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican la prueba inicial de conocimientos y la simulación de la capacidad de soportar pérdidas para inversores potenciales no experimentados en proyectos de financiación participativa.

Reglamento Delegado (UE) 2022/2115 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican la metodología para calcular las tasas de impago de los préstamos ofrecidos en una plataforma de financiación participativa.

Reglamento Delegado (UE) 2022/2116 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican las medidas y los procedimientos del plan de continuidad de las actividades de los proveedores de servicios de financiación participativa.

Reglamento Delegado (UE) 2022/2117 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican los requisitos, modelos de formatos y procedimientos para la tramitación de reclamaciones.

Reglamento Delegado (UE) 2022/2118 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre la gestión individualizada de carteras de préstamos por parte de los proveedores de servicios de financiación participativa, que especifican los elementos del método utilizado para evaluar el riesgo de crédito, la información sobre cada cartera de préstamos que debe comunicarse a los inversores, y las políticas y procedimientos que deben adoptarse en lo que respecta a los fondos de contingencia.

Reglamento Delegado (UE) 2022/2119 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la ficha de datos fundamentales de la inversión.

Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2120 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se establecen normas técnicas de ejecución para la aplicación del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas y los formatos de datos, plantillas y procedimientos para la comunicación de información sobre los proyectos financiados a través de plataformas de financiación participativa.

Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2121 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se establecen normas técnicas de ejecución para la aplicación del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la cooperación e intercambio de información entre las autoridades competentes y la AEVM en relación con los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas.

Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2122 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se establecen normas técnicas de ejecución para la aplicación del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la cooperación y el intercambio de información entre las autoridades competentes en relación con los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas.

Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2123 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se establecen normas técnicas de ejecución para la aplicación del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la notificación de los requisitos nacionales de comercialización aplicables a los proveedores de servicios de financiación participativa por parte de las autoridades competentes a la AEVM.

Ley 2/2023, de 20 de febrero, reguladora de la protección de las personas que informen sobre infracciones normativas y de lucha contra la corrupción, conforme al Preámbulo Considerando II se establece que “Con la aprobación de esta ley se incorpora al Derecho español la Directiva (UE) 2019/1937 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2019

Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión

