

Resumen

El presente artículo analiza la importancia de la seguridad jurídica en la banca paralela (*shadow banking*) y en particular en el ejercicio de la actividad de financiación participativa (*crowdfunding*). La Ley de fomento de la financiación empresarial, que regula el crowdfunding en España, ofrece certidumbre y previsibilidad a las plataformas de financiación participativa y puede servir de modelo para la regulación de otras actividades de banca paralela. Sería deseable contar con un marco global para el desarrollo del *crowdfunding* y del resto de actividades de banca paralela.

Palabras clave: *shadow banking*, seguridad jurídica, *crowdfunding*, riesgo sistémico, protección al cliente.

Abstract

This article analyzes the importance of legal certainty in Shadow Banking and in particular in the Crowdfunding. Spanish Crowdfunding Act provides certainty and predictability to funding portals and could serve as a model for regulating other Shadow Banking activities. It would be desirable to provide a comprehensive and global framework for the development of Crowdfunding and other Shadow Banking activities.

Key words: Shadow Banking, legal certainty, crowdfunding, systemic risk, client protection.

JEL classification: E21, E22, G15, G23, K22.

SHADOW BANKING, CROWDFUNDING Y SEGURIDAD JURÍDICA

Fernando ZUNZUNEGUI

Universidad Carlos III de Madrid

I. SHADOW BANKING: RIESGO U OPORTUNIDAD

LA financiación bancaria de la economía está dando paso a unas finanzas de mercado en las que la banca pierde su monopolio. Los avances tecnológicos permiten descomponer la actividad bancaria y poner en contacto directo a los ahorradores con las empresas necesitadas de financiación. Son alternativas a la financiación bancaria que se desarrollan al amparo de la libertad de contratación. Permiten una mejor asignación del ahorro a la inversión, pero también crean riesgos. Lo que se ha denominado banca en la sombra o *shadow banking* puede constituir una amenaza a la estabilidad bancaria y una fuente de fraude en perjuicio de la clientela. Además, puede ser utilizada para el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo. Se hace necesario regular estas alternativas a la financiación bancaria para proteger la estabilidad del mercado financiero, garantizar la seguridad de los ahorradores y prevenir las actividades delictivas.

El *shadow banking* ha sido analizado por las autoridades monetarias desde la perspectiva prudencial, como una banca paralela que amenaza la estabilidad del sistema financiero (1). Lo contemplan como una deficiencia del sistema, no como una oportunidad para mejorar la eficiencia del mercado. Desde esta perspectiva lo definen como la intermediación crediticia que

opera fuera del sistema bancario regular (2). Es una visión de arriba abajo, reduccionista, que contempla los nuevos competidores como un riesgo sin destacar las ventajas de un mercado más abierto.

Pero la banca paralela también comprende otras actividades que concurren desde abajo con el crédito bancario y los servicios de pagos. Las nuevas tecnologías permiten apelar directamente al ahorro a través de Internet para financiar a las empresas y ofrecer una moneda alternativa. De este modo, la financiación participativa (*crowdfunding*) y las monedas virtuales como Bitcoin entran en el mercado como nuevos competidores. Es una visión del *shadow banking* de abajo a arriba, puesta de relieve por las autoridades del mercado de valores. Como dice Elvira Rodríguez, presidenta de la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), los «*bancos son actores esenciales en los mercados financieros de la Unión Europea y deben ver este nuevo contexto como una oportunidad para explorar vías alternativas de financiación a las empresas y, por tanto, también de negocio propio*» (3).

El camino a seguir lo marca el Libro Verde de la Comisión Europea sobre la Unión de los Mercados de Capitales, para quien «*será el mercado quien deberá ofrecer soluciones*», siendo el papel de los reguladores «*detectar y eliminar los obstáculos que se sitúen entre el dinero de*

los inversores y las oportunidades de inversión, y superar los obstáculos que impiden la conexión entre las empresas y los inversores», reconociendo que «[e]s probable que los bancos sigan siendo agentes clave en los mercados de capitales, como emisores, inversores e intermediarios» (4).

El mercado evoluciona y la regulación financiera queda superada por los desarrollos del mercado. Surge la tensión entre seguridad jurídica y cambio en el mercado. En estas circunstancias resulta necesario evaluar los riesgos del cambio y dar seguridad jurídica a los nuevos operadores para garantizar una leal concurrencia con la banca tradicional.

II. SEGURIDAD JURÍDICA Y SHADOW BANKING

La seguridad jurídica es un pilar fundamental del Estado de Derecho, «es una suma de certeza y legalidad, jerarquía y publicidad normativa» (STC 27/1981). Los bancos confían en la regulación financiera por la certeza que ofrece. Saben y confían en que solo las entidades autorizadas pueden dedicarse a la interposición en el crédito. Se ven sorprendidos en su buena fe cuando contemplan la competencia de entidades no autorizadas para prestar servicios financieros. Critican con razón que se haya perdido la certidumbre sobre el perímetro de las actividades financieras sometidas a supervisión. Se ven sobrepasados por el mercado sin encontrar amparo en la legalidad. En este sentido, José María Roldán, presidente de la AEB, pide que se permita a la banca «competir en igualdad de condiciones con estos nuevos operadores» y «evitar un arbitraje tecnológico basado en regulaciones asimétricas» (5).

Las autoridades monetarias y la industria bancaria aluden a la seguridad jurídica al tratar los riesgos del *shadow banking* para poner de relieve la necesidad de unas mismas reglas del juego. Consideran que la banca paralela es un competidor desleal, pues se aprovecha de las lagunas legales para ganar mercado. Sus propuestas se dirigen a crear seguridad jurídica con un marco normativo más previsible. Por un lado, la reforma financiera ha elevado la carga normativa de la banca regulada y, de otro lado, han surgido competidores que funcionan al margen de toda regulación. En este contexto, se hace necesario lograr un equilibrio, con una reducción de la carga normativa de la banca regulada y una regulación de la banca paralela. Regular menos, pero incluir en la regulación a todos.

La seguridad jurídica tiene una triple dimensión: como conocimiento y certeza de la regulación financiera, como confianza de la banca y de los clientes en los supervisores financieros, garantías de la estabilidad financiera, y en fin, como previsibilidad de las consecuencias jurídicas derivadas de las propias acciones y de las conductas de terceros (6). En la actualidad, dada la inflación legislativa, no hay certeza sobre la legislación financiera, la supervisión de las autoridades no asegura la estabilidad bancaria y no hay previsibilidad sobre las conductas de terceros que operan en la sombra.

III. CROWDFUNDING Y SEGURIDAD JURÍDICA

Existe consenso sobre la necesidad de dotar de seguridad jurídica a la banca paralela. Las autoridades monetarias y la in-

dustria bancaria quieren evitar los riesgos de una banca no regulada. A su vez, quienes actúan en las zonas grises del mercado quieren legalizar su actividad y no verse sorprendidos por medidas cautelares de los supervisores. Es un tema tan vasto y complejo que se hace difícil avanzar hacia una solución. Pero hay un ámbito en el que ya se han aprobado las primeras normas y que nos puede servir de laboratorio. La Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, aborda materias relacionadas con la banca paralela, como la titulización, y dota de regulación a la principal manifestación del *shadow banking* desde abajo, el *crowdfunding*. Mucho se discute sobre el alcance que debe tener la regulación de la banca paralela y de las dificultades de técnicas para regularla. Tenemos una Ley que regula la captación de fondos a través de Internet, pionera en el mundo, que nos puede servir de base para analizar cómo regular las demás actividades que componen el *shadow banking*. Con este objetivo, vamos a analizar la regulación del *crowdfunding* desde la perspectiva de la seguridad jurídica. Comprobaremos si ofrece certeza, confianza en la supervisión y previsibilidad en las consecuencias jurídicas de las conductas de quienes se dedican a esta actividad y si puede servir de modelo para regular otras actividades de la banca paralela.

IV. RÉGIMEN JURÍDICO DEL CROWDFUNDING

El *crowdfunding* consiste en la oferta de valores o préstamos para financiar un proyecto en Internet. Constituye un mecanismo de canalización directa del ahorro a la inversión productiva complementario al que tie-

ne lugar a través de las bolsas y demás mercados regulados. La función que cumplen es la misma que los intermediarios tradicionales, pero lo hacen de forma distinta y más eficiente. La sabiduría de las masas del *crowdfunding* confirma que el mercado es el mejor mecanismo de asignación del ahorro a la inversión. Internet permite desarrollar portales que, al margen de las ofertas públicas de valores sometidas al control de la CNMV, intermedian entre las empresas que buscan financiar sus proyectos y los ahorradores que desean invertir en las mismas.

Las nuevas tecnologías permiten crear por Internet plataformas que ponen en contacto a los promotores de proyectos que necesitan financiación con ahorradores dispuestos a asumir un riesgo a cambio de una remuneración. Este fenómeno del *crowdfunding* se ha generalizado y tiene su mayor desarrollo en países bancarizados como España en los que el crédito bancario ha tenido un mayor deterioro como consecuencia de la crisis, en especial para las pymes que se han visto obligadas a buscar fuentes alternativas de financiación.

Surgen así las plataformas de financiación participativa (PFP) que ponen en contacto a promotores de proyectos con inversores que desean financiarlos. Es un mecanismo flexible que admite todo tipo de productos financieros. La diferencia está en la falta de negociación en un mercado secundario. Frente a las bolsas que son mercados de negociación, las PFP son meros intermediarios entre promotores e inversores, y no garantizan la existencia de un mercado secundario. Admiten incluso simples préstamos como vehículo para la financiación participati-

va. Junto a las plataformas que utilizan los valores como objeto de la contratación (*equity-based crowdfunding*), aparecen las que intermedian entre prestamistas y prestatarios (*lending-based crowdfunding*). Su función económica es la misma, a saber, poner en contacto a los promotores con los ahorradores. Lo que cambia es el producto utilizado para formalizar la financiación, en un caso los valores y en otro los préstamos. Son iniciativas que han buscado evitar la aplicación de la legislación financiera con el fin de reducir costes de cumplimiento normativo y dar un servicio más eficiente al usuario. Por esta razón, se eluden proyectos que supongan la emisión de valores negociables que constituyan oferta pública y se acude a la financiación a través de préstamos o de productos que no tengan la consideración de valores negociables (7).

La importancia creciente de este fenómeno aconseja su regulación para dar seguridad jurídica a los portales que gestionan esta nueva vía de financiación manteniendo la protección de los clientes y la seguridad del mercado financiero en su conjunto. Las plataformas quieren operar sin el riesgo de ser tachadas de chiringuitos financieros. En este sentido, conviene aclarar el ámbito de las normas de ordenación y de disciplina del mercado financiero. Las actividades financieras se someten a reserva legal o supervisión administrativa con el fin de garantizar una eficiente asignación del ahorro a la inversión y proteger a los inversores. Las ofertas públicas de valores requieren un folleto registrado en la CNMV. Se someten al título sobre el mercado primario de la Ley del Mercado de Valores. Asimismo, conviene precisar el alcance de las normas de conducta protec-

toras del cliente financiero. Por otro lado, los ahorradores deben conocer que el *crowdfunding* es un mecanismo de inversión alternativo a la banca y la bolsa, en el que se asumen riesgos específicos y con distinta tutela del cliente. Las emisiones objeto de los proyectos de *crowdfunding* carecen de folleto y de registro en la CNMV. Además, no hay fondo de garantía de depósitos o de inversiones que cubra las pérdidas de las operaciones intermediadas por las plataformas de financiación participativa. En suma, hay que proteger al inversor del riesgo de insolvencia del promotor, más elevado en empresas de nueva creación, del riesgo de iliquidez propio de los productos no negociables, y del riesgo de fraude que acompaña a toda novedad financiera, al ser el *crowdfunding* una nueva figura poco conocida y pendiente de fijar sus contornos.

A su vez, la banca y la bolsa se enfrentan a un mecanismo alternativo cuya concurrencia en el mercado deber ser leal (8). En este sentido, sería desleal que las plataformas ganaran cuota de mercado por la existencia de lagunas legales, es decir, que se aprovecharan de la falta de protección del cliente o de la ausencia de normas de solvencia de las plataformas para ampliar mercado (9).

Por todas estas razones, se impone una regulación del *crowdfunding*. En España, el estatuto de las plataformas de financiación participativa se ha incluido en el título V de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

1. Marco legal

La financiación participativa se está convirtiendo en el cata-

lizador de la reforma financiera. Tras la quiebra de Lehman Brothers los acuerdos del G-20 han revisado la regulación financiera bajo los principios tradicionales. Ha sido el desarrollo del *crowdfunding* el acontecimiento que ha servido de revulsivo para cuestionar las bases del sistema de regulación financiera. Surge una alternativa a la financiación bancaria y bursátil. Se pone en duda la utilidad de los intermediarios financieros y la conveniencia de permitir el contacto directo entre ahorradores y emprendedores en busca de financiación. Como decía Joaquín Garrigues, nuevos hechos necesitan un nuevo Derecho.

Siendo un negocio de Internet y financiero su ámbito es la economía financiera global. El G-20 y los organismos internacionales de regulación financiera, en particular el Consejo de Estabilidad Financiera, Comité de Basilea e IOSCO, deberían haber marcado las bases para regular el *crowdfunding* (10). En la Unión Europea, la Comisión y las autoridades de supervisión, en actuación coordinada, son los organismos llamados a marcar las pautas para regular el fenómeno (11). Estos organismos han respondido con opiniones sobre la incidencia del *crowdfunding* en su respectivo ámbito de competencia (12). EBA ha analizado las plataformas que operan con préstamos descartando que queden comprendidas en la reserva bancaria sobre la captación de depósitos del público (13). Sugiere una convergencia en los criterios de supervisión sobre esta nueva figura con aplicación de la legislación existente, sin descartar el desarrollo de una regulación europea. A su vez, ESMA concentra su análisis en las plataformas que intermedian sobre valores con el fin de clarificar el

encaje del *crowdfunding* en el marco legal y valorar si es necesaria una regulación específica (14). Se muestra favorable a dejar que se desarrolle sin indebidas restricciones, aunque advierte del riesgo de actuar al margen de las regulaciones financieras (15).

Ante la falta de unos criterios de los organismos internacionales, los distintos ordenamientos nacionales van dando respuesta a las necesidades de regulación del *crowdfunding*. La primera respuesta ha venido de Estados Unidos, que en 2012 aprobó una ley para facilitar el desarrollo de estas iniciativas (16). Su objetivo es facilitar la financiación empresarial a través de los portales de financiación con exenciones al control de las ofertas públicas. Crea un nuevo tipo de intermediario financiero (*crowdfunding portals*), una zona gris de intersección entre lo público y lo privado en el mercado de valores (17).

Italia ha sido el primer Estado de la Unión Europea en regular el *crowdfunding* (18). Es un régimen limitado a la financiación de empresas «*start up innovativas*». Un enfoque reduccionista que ha recibido fuertes críticas (19). Le ha seguido Francia, cuyo ordenamiento distingue entre el *crowdfunding* de préstamos y el de valores, para darles distinto tratamiento jurídico (20). Surgen dos estatutos, los intermediarios en financiación participativa (*intermédiaire en financement participatif*), para el de préstamos, y el de asesor en inversión participativa (*conseiller en investissement participatif*), para los valores. Con el fin de favorecerse del pasaporte europeo, las plataformas de valores pueden optar por el estatuto de las empresas de servicios de inversión (*prestataire de services d'investissement*).

La variedad de respuestas demuestra que estamos ante un fenómeno joven no comprendido en su integridad que aconseja regular lo mínimo imprescindible para facilitar el negocio, manteniendo una adecuada protección del cliente y del conjunto del sistema financiero. Sin embargo, en España se ha optado por una regulación de máximos, regulando con detalle el estatuto de las plataformas en el título V de la Ley de fomento de la financiación empresarial (LFFE) (21). Es un marco intervencionista, de carácter paternalista y en buena medida protector del *statu quo* bancario.

2. Plataformas de Financiación Participativa (PFP)

Según la LFFE, son plataformas de financiación participativa «*las empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores*». Es una definición muy amplia que comprende la actividad empresarial que consiste en poner en contacto a promotores e inversores por medios electrónicos, incluido Internet como medio natural en el que se desarrollan este tipo de iniciativas. Se conciben como portales de financiación, de contactos entre promotores e inversores, que sirven de mostrador para captar la atención y la financiación de los internautas. Pero las plata-

formas son algo más que unos portales que ponen en contacto a inversores con promotores. Son intermediarios financieros que operan por Internet. Constituyen una nueva vía de asignación eficiente del ahorro a la inversión. Y esa vía utiliza Internet como medio técnico (22).

Las PFP son personas que profesionalmente y en nombre propio ejercitan la actividad consistente en poner en contacto por medios electrónicos personas que ofrecen financiación con quienes la solicitan. La noción comprende todas las plataformas «que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario» sin distinguir por producto financiero entre préstamos o valores. Nos parece una opción correcta, pues la función económica que cumplen las plataformas de préstamos y las de valores es la misma y las necesidades de protección de los clientes son similares (23). De hecho, el desarrollo de las plataformas a través de préstamos ha sido en buena medida consecuencia de la huida de la regulación financiera sobre las ofertas públicas de valores (24).

Las PFP quedan configuradas en Derecho español como intermediarios financieros plurifuncionales. El marco legal permite que las plataformas presten servicios de pago, realicen recobros y se dediquen al préstamo al consumo y a la intermediación en el crédito. Para poder realizar todas estas funciones tienen que registrarse en la CNMV como plataformas de financiación participativa, y además en el Banco de España como entidades de pago híbridas con estatuto aligerado y deberán cumplir un marco legal, también aligerado, de crédito al consumo y de intermediación en el crédito. Una plataforma que

además de las actividades típicas ejerza las complementarias, pasa a ser el intermediario financiero con el régimen más complejo del Derecho español. Habría sido preferible regular lo básico, las plataformas como portales de financiación participativa, limitando su actividad a ser empresas gestoras de un sistema de contratación financiera por Internet, con la necesidad de recurrir para prestar los servicios de pago, de crédito al consumo o de intermediación crediticia, a entidades habilitadas para prestar este tipo de servicios.

Quedan excluidas del ámbito del régimen legal las plataformas no financieras, es decir, aquellas que no remuneran a los ahorradores que participan en las mismas. En este sentido, quedan excluidas las plataformas que gestionan donaciones o préstamos sin intereses, que conforman el mecenazgo participativo. Tampoco son financieras las plataformas o portales que gestionan la venta de bienes o servicios. Quienes donan su dinero o compran bienes y servicios no son «inversores», sujetos a los que se destinan los servicios de la plataforma.

Las plataformas de financiación participativa pueden prestar los servicios principales y auxiliares. Los servicios principales son los de admisión de proyectos y los de contratación participativa. El de admisión de proyectos comprende la «recepción, selección y publicación de proyectos». El de contratación participativa se describe como: «Desarrollo, establecimiento y explotación de canales de comunicación para facilitar la contratación de la financiación entre inversores y promotores». El servicio de admisión de proyectos se presta al promotor. El servicio de contrata-

ción participativa se presta a los promotores e inversores. Estos servicios deben constar en el objeto social de la PFP.

Entre los servicios auxiliares, la Ley incluye el análisis y determinación del nivel de riesgo de cada proyecto, en una labor similar a la calificación que realizan los bancos (*scoring*). Su prestación es voluntaria y cumple la función de dar información complementaria al inversor para que pueda decidir con conocimiento de causa (25).

Las plataformas tienen que respetar la reserva de actividades a favor de las entidades de crédito, de pago o de servicios de inversión. En este sentido, no pueden recibir efectivo o valores de sus clientes, ni concederles crédito. Tienen prohibido garantizar a los promotores la captación de fondos. Tampoco pueden recibir órdenes de los clientes para su transmisión o ejecución en el mercado, gestionar las carteras de valores de los inversores en la plataforma o asesorar a los inversores sobre los proyectos. Pueden ofrecer a los inversores mecanismos que permitan preseleccionar los proyectos, pero no mecanismos de inversión automáticos que pudieran precipitar las decisiones. Las PFP no pueden prestar servicios de pagos a promotores o inversores, salvo que cuenten con la autorización de entidad de pago. En este sentido, las plataformas pueden solicitar autorización como entidad de pago híbrida con un estatuto especial.

Las PFP constituyen un nuevo tipo de intermediario financiero cuya actividad se condiciona a la obtención de una autorización e inscripción en un registro público cuya llevanza corresponde a la CNMV. Como los demás

intermediarios financieros, las plataformas gozan de la reserva legal de su actividad y de su denominación profesional. Con una peculiaridad: el régimen español ha establecido que ni siquiera las entidades de crédito, entidades con capacidad universal para prestar todo tipo de servicios financieros, puedan dedicarse a las actividades típicas de las plataformas. En Francia y en Italia los bancos y empresas de inversión pueden gestionar las plataformas. En España les está vedado. Las entidades de crédito son entidades financieras universales que pueden prestar todo tipo de servicios financieros, salvo la actuación en el mercado como plataformas de financiación participativa.

Esta reserva sobre la actividad profesional corresponde a la técnica propia de la regulación financiera, que identifica la actividad y protege su ejercicio. Es una actividad exclusiva y excluyente. Las plataformas deben limitar su objeto social a las actividades que la Ley les reserva, si bien también pueden dedicarse a prestar servicios de pagos y determinados servicios auxiliares.

Las plataformas de financiación participativa se someten a un procedimiento de autorización y registro similar al que se aplica a los demás intermediarios financieros. Es un procedimiento que tramita la CNMV, con informe previo vinculante del Banco de España en las plataformas que gestionen proyectos financiados con préstamos. Para ser autorizadas deben cumplir unos requisitos que también son similares a los que se exigen a los demás intermediarios financieros. Deben tener como objeto social exclusivo las actividades propias enumeradas en la Ley. Además, deben tener su domicilio social

en la Unión Europea, revestir la forma de sociedad de capital, cumplir los requisitos financieros, contar con administradores cualificados, y disponer de una buena organización, medios adecuados, reglamento interno de conducta y planes de continuidad en la prestación de servicios tras el cese de actividad. Entre los requisitos financieros destaca la posibilidad –como ocurre en las empresas de asesoramiento financiero (EAFI)– de combinar el capital con seguros de responsabilidad civil. Las exigencias de recursos propios varían, atendiendo al volumen de los proyectos cuya financiación se gestiona, desde los 60.000 hasta los 2 millones de euros.

Una vez autorizadas y tras su constitución e inscripción como sociedad de capital en el Registro Mercantil, las plataformas deben quedar inscritas en el registro especial abierto en la CNMV para este tipo de intermediarios.

Las PFP son plataformas electrónicas cerradas, entre clientes de la propia plataforma, cuyo objeto es la financiación (26). La plataforma es el intermediario que gestiona el acceso al sistema y la contratación a través del mismo. Es un sistema que permite poner en contacto a uno con muchos, al promotor con los inversores. La finalidad es proporcionar financiación de proyectos a través de internet. Es un sistema de contratación de productos financieros caracterizado por el medio que utiliza.

Las PFP son sistemas de contratación regulados. Esta característica los acerca a los mercados regulados reconocidos en la MiFID. Se diferencian en su objeto: los mercados regulados de la MiFID son mercados secundarios, las PFP actúan en el ámbito

del mercado primario, de puesta en el mercado de los productos financieros. No ofrecen en estos momentos servicios de negociación secundaria.

3. Los clientes

Los clientes de las plataformas son los promotores de los proyectos y los inversores que suministran la financiación.

Son «promotores» las personas que solicitan financiación en nombre propio, para un proyecto de financiación participativa concreto de carácter *«empresarial, formativo o de consumo»*. Esta noción contrapone los proyectos empresariales a los de consumo. Lo cual quiere decir que se puede financiar un producto de consumo, como la compra de un automóvil, y el promotor ser un consumidor que por esta vía accede al crédito al consumo. Los proyectos formativos, con independencia de que tengan o no ánimo de lucro, pueden quedar encuadrados en los de carácter empresarial.

Los promotores son quienes emiten los valores o reciben los préstamos a través de los cuales se instrumenta la financiación participativa. Serán los emisores de los valores o los prestatarios que han solicitado los préstamos. Por si hubiera alguna duda, la Ley precisa que en la solicitud de préstamos *«se entenderá por promotor a las personas físicas o personas jurídicas prestatarias»*.

Las plataformas de financiación participativa deben identificar a los promotores y evaluar los proyectos con diligencia, verificando que cumplen los requisitos legales. La financiación se debe solicitar para un proyecto concreto en nombre propio y por

cuenta propia. No pueden ser objeto de gestión por las plataformas proyectos de promotores que actúen por cuenta ajena. Se excluye, por tanto, la actuación indirecta mediante testaferros o personas interpuestas.

La LFFE prohíbe a las plataformas prestar servicios a proyectos cuyo destino sea la financiación a terceros, incluidos los que se dirigen a la concesión de crédito, ya sea en forma de apertura de crédito o de préstamo. El objeto de las plataformas es la puesta en contacto entre clientes finales tanto desde la perspectiva de los promotores que solicitan financiación como de los inversores que la ofrecen. Se quiere evitar que a través de este canal se preste la actividad reservada a las entidades de crédito.

Los promotores no pueden dedicarse a captar fondos reembolsables del público para conceder créditos o préstamos, pues la interposición en el crédito es una actividad reservada a las entidades de crédito. Tampoco pueden dedicarse en general a la *«captación de fondos reembolsables del público, cualquiera que sea su destino, en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas»* (art. 3.1 Ley 10/2014). Hay que tener presente que constituye una infracción muy grave ejercer con carácter profesional la actividad de recepción de depósitos u otros fondos reembolsables del público sin haber sido autorizada como entidad de crédito [art. 92.a) Ley 10/2014]. No obstante, la LFFE aclara que la solicitud de préstamos para financiar un proyecto objeto de financiación participativa *«no tendrá la consideración de captación de fondos reembolsables del público»*. De este modo, se estaría estableciendo

una excepción a la reserva legal de captación de fondos reembolsables del público. Luego, en principio, se pueden captar fondos reembolsables del público a través de proyectos de financiación participativa bajo la modalidad de préstamos. No obstante, aunque ningún precepto de la nueva Ley exige un plazo para los reembolsos, hay que entender que no cabe la recepción de depósitos reembolsables a la vista, actividad reservada a las entidades de crédito bancarias. Esto es coherente con la previsión de que los fondos captados a través de préstamos por proyectos admitidos en las PFP no queden protegidos por el Fondo de Garantía de Depósitos.

La LFFE regula la actuación de las plataformas cuando prestan servicios de crédito frente a promotores que tienen la condición de consumidores. Un consumidor puede acudir a la plataforma como promotor de un proyecto que consiste en la obtención de un préstamo financiado por inversores. Son servicios comprendidos en las leyes especiales que regulan la intermediación en el crédito con consumidores o el crédito al consumo. Cuando la plataforma preste servicios de puesta en contacto con los prestamistas a promotores que son consumidores, la LFFE considera que la plataforma actúa como intermediario al que le resulta de aplicación la Ley 2/2009, de 31 de marzo, por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito, estableciendo un régimen aligerado. No tiene que registrarse ante las autoridades de consumo, no necesita disponer de un seguro de responsabilidad civil o aval bancario para ejercer la acti-

vidad, y no tiene que cumplir con las obligaciones sobre comunicaciones comerciales, publicidad y las derivadas de la independencia o vinculación con entidades de crédito.

A su vez, las plataformas que intermedian en el préstamo al consumo de promotores tienen la consideración de intermediarios a efectos de la Ley 16/2011, de contratos de crédito al consumo, con un régimen también aligerado. Con la publicación del proyecto en la plataforma se considerará cumplido el requisito de presentación de una oferta vinculante, así como el de la comunicación de la información previa y de su publicidad. Luego las plataformas están habilitadas cumpliendo estos requisitos para facilitar el crédito al consumo al margen de las entidades de crédito y de los controles para prevenir el sobreendeudamiento. La Ley no impone a las PFP que facilitan el crédito al consumo evaluar la solvencia del promotor que se endeuda. Pero sí establece una obligación de advertir del riesgo del endeudamiento excesivo por parte de los promotores que tengan la condición de consumidor.

Los «inversores» son personas que *«ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario»*. Para ser incorporados a la plataforma, los proyectos deben dirigirse a una pluralidad de personas que actúan con ánimo de lucro y esperan obtener un rendimiento dinerario. Los inversores pueden ser personas físicas o jurídicas, que inviertan de forma profesional o no. Pueden ofrecer la financiación mediante la suscripción de valores o mediante la concesión de préstamos. Pueden, por tanto, ser inversores en valores o prestamistas. Por esta razón, deberían recibir la

denominación de financiadores, participantes o contribuidores. No obstante, se ha preferido utilizar, de forma impropia, la denominación de «inversores». Esta elección es consecuente con la atribución a la CNMV de la supervisión de las plataformas. Este organismo tiene por función principal la «protección de los inversores» y a estos efectos se califica a los clientes de las plataformas, con independencia de la forma en que otorgan la financiación, con el apelativo de «inversores».

4. Los proyectos

La principal actividad de las plataformas es la gestión de la financiación de proyectos que cumplan determinados requisitos subjetivos y objetivos. Desde el punto de vista objetivo, la Ley fija la forma en la que puede instrumentarse la financiación participativa: valores o préstamos.

A su vez, hay dos modalidades en la financiación participativa mediante valores: la financiación mediante valores negociables o mediante participaciones sociales. La financiación participativa se puede instrumentar a través de valores negociables ya sean obligaciones, acciones u otros valores representativos del capital, cuya oferta no precise la formulación de un folleto informativo a tenor de título III de la Ley del Mercado de Valores. Tampoco se admiten valores negociables que, aunque queden fuera del ámbito de la obligación de formular folleto, hayan sido objeto de oferta con folleto sometido al régimen del citado título de la Ley del Mercado de Valores. De este modo se delimita la financiación participativa a ofertas que no requieren un folleto o que no han

sido objeto de oferta pública con folleto. Así se reduce el ámbito de la financiación participativa a empresas que no han tenido contacto con el mercado de valores negociables o que, de haberlo tenido, sus ofertas habrían estado excluidas de la obligación de publicar un folleto.

Las PFP admiten proyectos financiados con híbridos que incorporen derivados implícitos como las participaciones preferentes, si bien en estos casos la oferta solo puede ser dirigida a inversores acreditados. A su vez, la LFFE elimina la prohibición de las sociedades de responsabilidad limitada de emitir obligaciones. Esta reforma tiene por finalidad facilitar nuevas vías de financiación a las empresas que utilizan esta forma social, en particular de las pymes, quienes pueden con su entrada en vigor acudir a las plataformas para financiarse emitiendo obligaciones.

La financiación participativa puede instrumentarse mediante préstamos, incluidos los préstamos participativos. Se consideran préstamos participativos aquéllos en que el prestamista percibe un interés variable que se determina en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria. Frente a lo que ocurre para los valores que cuentan con un régimen imperativo en la Ley de Sociedades de Capital que los configura como productos financieros estandarizados, los préstamos tan solo cuentan con un régimen general codificado que permite mayor libertad en su configuración como producto financiero objeto de la contratación participativa al amparo de la libertad de contratación recogida en el artículo 1.255 del Código Civil. La LFFE exige «idoneidad» tanto a los préstamos como a los valores para que puedan ser

objeto de contratación participativa, de conformidad con el régimen jurídico al que estén sometidos. Pero el régimen general de préstamos y valores es dispar, ofreciendo el de los préstamos mayor grado de autonomía. Se regirán, por tanto, por lo dispuesto en la LFFE, en el Código de comercio para el préstamo mercantil y, subsidiariamente, en el régimen de Derecho común.

Los préstamos objeto de la financiación participativa no pueden incorporar una garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual del prestatario. Esta limitación puede justificarse por el respeto al derecho constitucional a una vivienda digna y adecuada (art. 47 CE). La protección de este derecho debe ser tenida en cuenta al interpretar las normas sobre concesión de préstamos hipotecarios también cuando se contratan a través de plataformas de financiación, lo cual puede llevar a su prohibición.

Cuestión distinta es la prohibición de préstamos o créditos hipotecarios en proyectos con consumidores. La principal garantía real es la hipoteca y el desarrollo de las plataformas como alternativa a la financiación bancaria pasa necesariamente por la utilización de la garantía hipotecaria. Más allá de los límites derivados de la protección a la vivienda, carece de justificación limitar el uso de la garantía hipotecaria en los proyectos de las plataformas de financiación. Los consumidores también deberían poder utilizar inmuebles distintos a su vivienda habitual como garantía para obtener crédito a través de las plataformas.

El promotor solo puede promover de forma simultánea un proyecto por plataforma por un importe máximo de 2 millones

de euros, que se eleva a 5 millones cuando se dirija en exclusiva a inversores acreditados. Puede haber varias rondas de financiación sin rebasar dichos límites. Es un modelo de «todo o nada». Los proyectos deben establecer un objetivo de la financiación que pretendan alcanzar y un plazo máximo de participación que no pueden ser superados. Transcurrido dicho plazo sin alcanzar el éxito previsto, se deben devolver las cantidades aportadas por los inversores. No obstante, con aviso previo, el objetivo y plazo pueden ser superados en un 25 por 100, y se puede considerar que el proyecto ha tenido éxito cuando alcance el 90 por 100 del objetivo, descontada la participación de la propia plataforma. Estas flexibilidades son innecesarias y crean confusión en un momento de consolidación del negocio que requiere sobre todo claridad.

El sistema de la Ley limita las cantidades que puede arriesgar un inversor no acreditado. Es una protección estructural para evitar pérdidas catastróficas a los inversores más vulnerables. El límite se fija en 3.000 euros por proyecto y 10.000 euros al año para el conjunto de las plataformas. Le corresponde al inversor manifestar ante la plataforma que asume el compromiso de cumplir el límite máximo de los 10.000 euros al año.

Antes de operar con la plataforma, el inversor no acreditado debe aceptar que ha recibido el aviso de las condiciones en que opera, a saber, que opera al margen de la supervisión de las autoridades financieras, sin folleto registrado en la CNMV, sin fondo de garantía que le ampare y conociendo el riesgo de perder su capital y de iliquidez que compromete la recuperación de

la inversión. Se quiere dejar bien claro que es el inversor quien asume los riesgos y que no está amparado por la red de seguridad de la supervisión financiera. Lo cual no es del todo cierto, pues las PFP se registran y son objeto de supervisión por parte de la CNMV. Esta aceptación de riesgos actúa como un *disclaimer* oficial de las autoridades públicas de supervisión. Avisa al cliente de que en caso de pérdida está prácticamente cerrada la vía de reclamar por responsabilidad patrimonial a la Administración.

Los promotores deben trasladar a la plataforma para su publicación la información del proyecto *«necesaria para permitir a un inversor medio un juicio fundado sobre la decisión de financiación»*. La información debe ser concisa y clara, en un lenguaje no técnico, suficiente para que los inversores puedan tomar una decisión informada. El nuevo régimen legal responde a los mismos principios que rigen las obligaciones de información en el mercado de valores.

Los promotores responden frente a los inversores de la información que proporcionen a la plataforma para que sea publicada. Serán responsables de todos los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado a los inversores de los valores adquiridos como consecuencia de las informaciones falsas o las omisiones de datos relevantes en la información suministrada.

Las plataformas deben publicar toda la información relevante que conozcan sobre el proyecto y los promotores. Deben publicar la información relevante recibida de los promotores, pero también deben publicar otras informaciones relevantes de las que tengan conocimiento. Para la gestión de

estas informaciones relevantes deben aplicar por analogía las normas de conducta sobre abuso de mercado.

Las informaciones del proyecto publicadas por la plataforma deberán ser accesibles a los inversores durante un plazo no inferior a un año desde el cierre de la captación de fondos, y los inversores podrán solicitar a la plataforma durante cinco años las informaciones publicadas en el canal de comunicación.

La información del promotor que capta financiación mediante préstamos depende de si es persona física o jurídica. Si es persona física le basta con informar de su *curriculum vitae*, domicilio y situación financiera, incluido el endeudamiento. Si es persona jurídica las exigencias de información coinciden con la que deben suministrar los promotores que emiten valores. Deberán dar información sobre la sociedad, sobre sus administradores, número de empleados y situación financiera, incluida la estructura del capital y el endeudamiento.

La plataforma puede permitir al promotor de proyectos financiados con préstamos que oculte a los inversores su identidad siempre que la dé a conocer antes de que se realice la aportación.

La información sobre los préstamos debe recoger sus características esenciales con su importe, garantías que puedan haberse constituido, remuneración y duración, con tabla de amortizaciones, destacando los riesgos asociados y el tipo de préstamo, por ejemplo, si es un préstamo al consumo. Además, se debe incluir información sobre el coste total, incluyendo la tasa anual equivalente (TAE), y el inte-

res de demora. Aunque se puede abrir el periodo de aceptaciones sin suministrar estos datos, se deberán detallar antes de la formalización de la aportación.

Los promotores de proyectos financiados a través de la emisión de valores no tienen que presentar un folleto ante la plataforma. Les basta con presentar un documento sobre los valores que incluya información sobre sus características esenciales y riesgos, con una descripción de los derechos y forma de ejercicio, con mención a las garantías que se hayan podido aportar.

5. Normas de conducta

Las plataformas de financiación participativa deben cumplir principios y obligaciones de conducta similares a las que rigen para las empresas de servicios de inversión. Deben *«ejercer su actividad de acuerdo con los principios de neutralidad, diligencia y transparencia y con arreglo al mejor interés del cliente»*. Si bien la «neutralidad» es un principio específico de las plataformas que no se exige a las empresas de servicios de inversión, es también un principio propio de las infraestructuras del mercado. Conforme a este principio las plataformas no deben o no deberían participar en los negocios de las empresas que participan en el mercado. Sin embargo, en contra del principio de neutralidad, la LFFE permite a las plataformas participaciones no significativas en los proyectos que gestiona.

El principio de diligencia exige una actuación profesional. Las plataformas son empresas especializadas en la gestión de la financiación participativa y el canon de diligencia es elevado.

A su vez, la transparencia informativa es un principio general del mercado financiero que también rige la actuación de las plataformas. Sigue siendo la vía elegida para proteger al inversor, principio que también se aplica a los promotores en sus relaciones con los inversores. Dada la importancia de la transparencia, la LFFE precisa que la información sobre los derechos y obligaciones que asumen los clientes al operar a través de la plataforma debe ser *«clara, oportuna, suficiente, objetiva y no engañosa»*. Son características comunes a la información que deben suministrar los prestadores de servicios de inversión, salvo el carácter «objetivo» de la información. Las plataformas actúan como analistas de los proyectos y resulta esencial que la información que suministran a los inversores sea objetiva. En este sentido no pueden dar su opinión sobre los proyectos. Tienen prohibido realizar recomendaciones personalizadas incompatibles con el principio de objetividad. Por fin, la actuación de las plataformas debe orientarse al mejor interés de sus clientes, tanto de los inversores como de los promotores. Las plataformas son prestadoras de un servicio de intermediación en el mejor interés de los clientes por lo que deben evitar cualquier conflicto de interés.

Las PFP son empresas de servicios de mercado que deben cumplir determinadas obligaciones. Están obligadas a clasificar a los inversores y darles información tanto sobre los proyectos como sobre el funcionamiento de la plataforma.

Al prestar servicios a los inversores las plataformas deben distinguir entre los inversores «acreditados» y «no acreditados», con el fin de ofrecer una

protección reforzada a los no acreditados, clientes más vulnerables ante los riesgos de la financiación participativa. Esta clasificación se solapa con la distinción entre clientes «profesionales» y «minoristas» de la Ley del Mercado de Valores, procedente de la MiFID.

La LFFE define los inversores acreditados y considera que todo inversor que no cumpla los requisitos para ser clasificado de inversor acreditado *«tendrá la consideración de no acreditado»*. Sigue aquí la técnica MiFID de considerar *«minoristas a todos aquellos que no sean profesionales»*.

Se consideran inversores acreditados los que invierten en participaciones de sociedades limitadas o en préstamos incluidos en el listado de inversores profesionales *de iure* según la LMV, con la salvedad de que se reducen los requisitos cuantitativos de los empresarios, pues para ser inversor acreditado basta que cumplan dos de las siguientes tres condiciones, a saber, que el total de activo alcance un millón de euros, que la cifra anual de negocios alcance los dos millones o que los recursos propios alcancen los 300.000 euros. Cumplir dos de estos tres requisitos es el «umbral contable» que convierte a un empresario inversor en acreditado.

De lo anterior se deduce que algunos empresarios que por sus datos contables no son clientes profesionales por MiFID, en relación con sus inversiones en participaciones sociales o préstamos en plataformas participativas son considerados inversores acreditados.

Además, las personas físicas que acrediten ingresos anuales

superiores a 50.000 euros o un patrimonio financiero superior a 100.000 euros, las pymes que sean personas físicas y en general todas las personas jurídicas pueden solicitar ser tratados como inversores acreditados cuando inviertan en participaciones sociales o en préstamos. La solicitud requiere para ser admitida que vaya acompañada de una renuncia a ser tratado como cliente no acreditado y la previa evaluación de la experiencia y conocimientos del cliente de tal modo que permita que la plataforma se asegure de que el cliente «*puede tomar sus propias decisiones de inversión y comprende sus riesgos*». En este aspecto de la evaluación del cliente la Ley que regula las PFP va más allá de la Ley del Mercado de Valores, pues exige «asegurarse» de que el cliente comprende los riesgos, frente a la Ley del Mercado de Valores que le basta con verificar la adecuación del producto al perfil del cliente y advertirle cuando no es adecuado.

A su vez, los inversores que acrediten haber contratado un servicio de asesoramiento financiero por parte de una empresa de servicios de inversión se consideran acreditados. Con esta medida, procedente de la regulación del Reino Unido, se prima el asesoramiento como refugio frente a la creciente complejidad de los instrumentos financieros (27). Se considera que la mejor forma de acceder a mercados de riesgo como el gestionado por las plataformas de financiación participativa es a través de un asesor financiero registrado en la CNMV. La intervención del asesor determina la aplicación de la normativa MiFID, y en particular obliga al asesor a realizar un test de idoneidad. De tal modo que la recomendación de la inversión se condiciona a su adecuación a

los conocimientos, experiencia, situación financiera y objetivos de inversión del cliente. Con esta medida se condiciona el acceso de los inversores no acreditados, por encima de los 3.000 euros por proyecto y 10.000 por año, a la idoneidad del inversor evaluada por el asesor. Pero no basta con acreditar que tienen contratado un servicio de asesoramiento, pues resulta necesario que el inversor manifieste que para determinada inversión se ha evaluado su idoneidad por parte del asesor.

Estamos ante un sistema de clasificación que es difícil de aprender y muy difícil de gestionar. Asimilar la clasificación MiFID de los inversores entre profesionales y minoristas ha requerido varios años y programas de formación de los empleados y de educación financiera de los clientes. Ahora con las plataformas de financiación participativa se crea un nuevo sistema más complejo que no coincide con los conceptos MiFID. Debería simplificarse y converger con los conceptos MiFID ya asimilados por los participantes en el mercado.

En el marco de los principios que rigen el ejercicio de su actividad y, en particular, del de transparencia, las plataformas deben cumplir determinadas obligaciones de información. Como elemento principal de esta obligación, las plataformas deben destacar en su página web la denominada «información básica para el cliente» y hacerlo en términos breves y sencillos. Por información básica para el cliente se entiende la información sobre las tarifas, sobre el procedimiento de contratación y forma de facturación, así como las advertencias del riesgo de pérdida del capital y de iliquidez de la inversión. Como dice

la exposición de motivos de la Ley: «*debe quedar claro que la inversión en estos proyectos es intrínsecamente arriesgada tanto porque el promotor puede ser incapaz de devolver o remunerar los fondos recibidos, como por el hecho de que la plataforma, en su papel de intermediador y sin perjuicio de la diligencia que se le debe exigir, no garantiza en ningún momento la solvencia o viabilidad del promotor*».

Asimismo, se debe advertir en la página web que la plataforma no es ni una empresa de servicios de inversión ni una entidad de crédito, que no está adherida a ningún fondo de garantía, y que los proyectos y la información sobre los mismos no han sido supervisados por las autoridades financieras.

Además de estas informaciones básicas, en la página web de la plataforma se deben recoger otras informaciones relevantes sobre el funcionamiento de la plataforma como las medidas antifraude y de prevención de los conflictos de interés, y los procedimientos de reclamación. También se debe informar en la web de la selección de los proyectos, del tratamiento y publicación de la información recibida de los promotores, y de los productos de inversión con los que opere, así como del mecanismo de prestación del servicio tras el cese de la actividad. Asimismo, en la web debe figurar si la plataforma presta servicios de pago como entidad de pago híbrida y si ofrece el servicio de recobro de deudas.

Las plataformas de financiación participativa deben contar con políticas de gestión de los conflictos de interés similares a las que existen para los prestadores de servicios de inversión. En este

sentido, la política de gestión de conflictos de interés se rige por el principio de proporcionalidad, es decir, es una exigencia que se ajusta al tamaño y organización de la plataforma. Esta política alcanza a los administradores, directivos, empleados y socios de la plataforma. Los altos cargos y empleados de la plataforma tienen prohibido realizar actividades en conflicto de interés. No pueden asesorar sobre los proyectos publicados en la plataforma.

El incumplimiento de las obligaciones de conducta por parte de las PFP constituye una infracción administrativa y, al integrar la diligencia debida en la prestación de servicios, puede dar lugar a la responsabilidad civil frente a los perjudicados.

La Ley dedica un capítulo del título de las plataformas de financiación participativa a la supervisión, inspección y sanción. Son funciones de control que corresponden a la CNMV. Respecto de las plataformas de préstamos, rige el principio de cooperación y colaboración del Banco de España, quien deberá facilitar a la CNMV la información y asistencia que precise, y desarrollar, a petición de la CNMV, las facultades que le corresponden frente a las entidades de crédito.

Las plataformas deben remitir a la CNMV las cuentas anuales auditadas, acompañadas del informe de auditoría y la memoria con el contenido fijado en la Ley. Además, la CNMV puede requerir de las plataformas cuanta documentación considere precisa para el adecuado ejercicio de sus funciones de inspección. Le corresponde al Banco de España, a solicitud de la CNMV, supervisar que las plataformas de préstamos cumplen su régimen legal.

En el ejercicio de esta función supervisora el Banco de España tiene las mismas facultades que dispone para la supervisión de las entidades de crédito.

Respecto al régimen sancionador, le corresponde a la CNMV incoar los expedientes sancionadores. La Ley enumera las infracciones atendiendo a su gravedad y las sanciones correspondientes, con la estructura habitual del procedimiento sancionador de los intermediarios financieros. Se aplica subsidiariamente el régimen sancionador del mercado de valores. Por infracción muy grave la sanción puede llegar a ser una multa del 10 por 100 del volumen de negocio neto anual o de 200.000 euros, con revocación de la autorización para operar y separación del cargo de administrador con inhabilitación por diez años.

No existe un régimen de gestión de la crisis de las plataformas. Es una laguna importante, pues en un mercado de nueva creación es previsible el fracaso de los operadores, y no hay que descartar, dada la estructura del negocio, la existencia de casos puntuales de fraude.

Respecto a la responsabilidad civil, la LFFE se limita a decir que los promotores serán responsables frente a los inversores de la información que proporcionen a la plataforma para su publicación. Hay que interpretar este artículo a tenor de la responsabilidad del oferente por informaciones falsas u omisiones relevantes en el folleto, quién será responsable de todos los daños y perjuicios que hubiese ocasionado a los inversores. La responsabilidad de la información de un proyecto publicado en una PFP recae sobre el promotor que la ha proporcionado. La respon-

sabilidad del promotor nace de su incumplimiento de las obligaciones de información contenidas en el régimen de las PFP, que tienen como objetivo que el inversor pueda llevar a cabo la inversión en los productos objeto del proyecto publicado en la plataforma con un «juicio fundado», es decir, con conocimiento de causa.

V. REFLEXIÓN FINAL

Las conclusiones que podemos extraer del caso *crowdfunding* como laboratorio para regular la banca paralela son las siguientes:

1) Una nueva figura del mercado financiero debe contar con un marco legal flexible, basado en principios, dejando al reglamento y a los criterios del supervisor la concreción de la norma. Los organismos internacionales de regulación financiera deberían avanzar en los principios de regulación del *crowdfunding* con el fin de evitar el arbitraje regulatorio y que las empresas opten por prestar servicios desde aquellos lugares que tengan regulaciones más laxas. Las soluciones legales en Derecho comparado carecen de homogeneidad y crean inseguridad en las empresas que operan en diversos países.

2) La LFFE cumple los objetivos mínimos para crear seguridad jurídica en el ejercicio de las actividades de *crowdfunding* en España. Dota de certeza al marco normativo, permite confiar en su supervisión a cargo de la CNMV y, por fin, existe previsibilidad sobre las conductas de las plataformas de financiación participativa. Parte de la reserva legal de la actividad para disciplinar la solvencia y la conducta de los nuevos intermediarios. La tipificación de las infracciones y la existencia

de un procedimiento sancionador sirven de cierre al sistema.

3) Se debe confiar en las soluciones que ofrece el mercado con una intervención mínima de las actividades alternativas a la banca. Pero la LFFE lejos de ser un marco sencillo, facilitador de la actividad de las plataformas de financiación participativa como nueva vía de financiación empresarial, regula con excesivo detalle las plataformas más allá de lo necesario para facilitar el negocio en un ambiente seguro.

4) Desde el punto de vista técnico, la LFFE crea un nuevo estatuto para las plataformas, cuando hubiera sido preferible limitarse a encuadrar la figura como nueva modalidad de empresa de servicios de inversión sometida a un régimen aligerado de normas de conducta. Las PFP constituyen un nuevo tipo de empresa de servicios de inversión, cercano a los gestores de infraestructura, como los gestores de sistemas multilaterales de financiación. Son gestores de un sistema de contratación de productos financieros a través de internet. En este sentido, se debería añadir el servicio que prestan las plataformas como un nuevo servicio de inversión. De este modo quedaría encuadrada la actividad de las PFP en el marco legal del mercado de valores y se podría dotar a este intermediario de un estatuto simplificado. Este encuadramiento dotaría de mayor seguridad jurídica a la actividad de las plataformas y reforzaría la protección de sus clientes.

5) En suma, estamos ante un paso importante en la colonización jurídica de la banca paralela. La LFFE identifica el negocio de *crowdfunding* y lo regula. Ordena y disciplina las platafor-

mas. Fija su relación con la banca regulada y con la captación de financiación a través de los mercados regulados. Es un buen precedente para regular otras actividades de la banca en la sombra. Aunque le sobra detalle y respira desconfianza hacia los nuevos operadores.

NOTAS

(1) Sin perjuicio de reconocer que surge de una estrecha relación con la banca en sus intentos de rodear la cada vez más intensa regulación financiera. Como dice Jacques de Larosière: «Mais force est de constater que ces développements négatifs ont été le plus souvent le résultat d'une interaction étroite entre banques et non-banques», para concluir que: «La question n'est donc pas de réprimer, par principe, le développement de la finance parallèle, mais plutôt d'encourager le développement d'une finance de marché soutenable tout en réduisant les risques d'un retour à des pratiques condamnables dont le monde a malheureusement trop souffert du fait de la crise», en AA.VV. (2015), *Le Shadow Banking*. Qu'est-ce que la finance parallèle? Quel est son rôle? Comment la réguler?, *Préface*, Paris, pág. 10.

(2) Cfr. FINANCIAL STABILITY BOARD (2013), *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking An Overview of Policy Recommendations*, 29 August, pág. 1, nota 6, define *shadow banking* como «Credit intermediation involving entities and activities (fully or partially) outside the regular banking system». Con listados que incluyen las más variadas entidades, como fondos de inversión, entidades de seguros o financieras que dan crédito o funcionan apalancadas, muchas de ellas sometidas a regulación. De ahí la airada protesta de INVERCO por incluirse en la propuesta de definición del Libro Verde de la Comisión Europea sobre *shadow banking* los fondos de inversión regulados. Véase INVERCO (2012), *Reply to European Commission's Green Paper on Shadow Banking*, Madrid, 15 July. En este sentido, el Comité Consultivo de la CNMV ha propuesto definir *shadow banking* como «System of credit intermediation that involves entities and activities outside the regular banking system and therefore not subject to the same prudential regulation and without access to the explicit guarantees of the public sector», en CNMV ADVISORY COMMITTEE, *Response to the Consultation Paper with regard to «Shadow Banking System»*, pág. 9. Para el Fondo Monetario Internacional «shadow banking typically involves a network of financial entities and activities that decompose the process of credit intermediation between lenders and borrowers into a sequence of discrete operations», en INTERNATIONAL MONETARY FUND (2014), *Global Financial Stability Report Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking*, octubre, pág. 68.

(3) «La banca española ante la integración bancaria europea», discurso en *XXII Encuentro del sector financiero*, Madrid, 9 de abril de 2015, pág. 5.

(4) COMISIÓN EUROPEA (2015), *Libro Verde Construir una Unión de los Mercados de Capitales*, COM/2015/063 final.

(5) «El nuevo modelo de negocio de la banca española», ponencia en *Foro de la Nueva Economía*, Madrid, 24 de noviembre de 2014, pág. 6. En opinión de la European Banking Federation «principle of «same risks, same rules» should be promoted regarding crowdfunding and other so-called «shadow banking» activities to ensure a fair regulatory treatment», en EUROPEAN BANKING FEDERATION (2015), *EBF response to the Commission's Green Paper on the Capital Markets Union*, 13 de mayo, pág. 35.

(6) Cfr. LEGUINA VILLA, Jesús (1987), «Principios generales del Derecho y Constitución», *Revista de Administración Pública*, núm. 114, pág. 24, cuyo esquema adaptamos al ámbito financiero.

(7) Según ESMA, «Many platforms seem to be structuring business models so as to avoid MiFID requirements» (cfr. EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2014), *Advice Investment-based crowdfunding*, ESMA/2014/1560, 18 de diciembre, p. 5).

(8) La industria bancaria lo contempla como «un elemento disruptivo en un escenario donde la banca tradicional estaba acostumbrada a estar prácticamente sola», «que se enmarca dentro de la banca en la sombra», y que requiere «un marco regulatorio equilibrado que permita el desarrollo de esta fuente complementaria de financiación y, al mismo tiempo, proteja a los inversores minoristas y evite posibles riesgos sistémicos» (cfr. CUESTA SAINZ, Carmen; FERNÁNDEZ DE LIS, Santiago; ROIBAS, Irene; RUBIO, Ana; RUESTA, Macarena; TUESTA, David; URBIOLA, Pablo (2014), «Crowdfunding en 360º: alternativa de financiación en la era digital», *BBVA Research, Observatorio de Economía Digital*, 28 de octubre). Estos autores consideran que el *crowdfunding* puede convertirse en un elemento fundamental en la intermediación financiera y recomiendan a la banca reaccionar imitando o controlado las plataformas y utilizando esta figura como herramienta de comercial o para «derivar a los clientes de mayor riesgo».

(9) Según el preámbulo de la Resolución de 26 de mayo de 2015, del Consejo de la CNMV, por la que se modifica su Reglamento de Régimen Interior: «la financiación por vías alternativas a la bancaria ha ido ganando relevancia en los últimos años impulsada por unos requerimientos prudenciales más exigentes aplicables a las entidades de crédito derivados de la experiencia adquirida durante la crisis financiera».

(10) IOSCO ha publicado un documento de investigación en el que destaca las ventajas e identifica los riesgos del *crowdfunding*,

proponiendo aplicar los principios y objetivos aplicables a la regulación de valores y realizar un seguimiento del desarrollo de la industria para lograr una mejor regulación. *Vid.* KIRBY, Eleanor; WÖRNER, Shane (2014), «Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast», *Staff Working Paper of the IOSCO Research Department*, SWP3/2014, que incluye un anexo de Derecho comparado.

(11) La Comisión Europea ha publicado una comunicación para liberar el potencial de las finanzas participativas, identificando las normas del mercado financiero que condicionan su desarrollo y proponiendo un distintivo de calidad para mejorar el reconocimiento de las plataformas [*vid.* COMISIÓN EUROPEA (2014), *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones «Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea»*, Bruselas, 27 de marzo, COM(2014) 172 final]. También ha publicado un estudio que incluye un análisis de las diversas iniciativas regulatorias, considerando que su diversidad constituye un obstáculo para operar de forma transfronteriza [*vid.* EUROPEAN COMMISSION (2014), *Crowdfunding innovative ventures in Europe. The financial ecosystem and regulatory landscape*, Directorate-General of Communications Networks, Content & Technology, Brussels]. Además, ha creado un comité de expertos (*European Crowdfunding Stakeholders Forum*).

(12) Según Ángel CARRASCO PERERA, lo aconsejable era armonizar las restricciones al crowdfunding en la Unión Europea, pues de lo contrario se estará segmentando el mercado único [*vid.* CARRASCO PERERA, Ángel (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, pág. 193].

(13) *Vid.* EUROPEAN BANKING AUTHORITY (2015), *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, EBA/Op/2015/03, 26 de febrero.

(14) *Vid.* EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2014), *Advice Investment-based crowdfunding*, ESMA/2014/1560, 18 de diciembre.

(15) En este sentido, «ESMA therefore advises the EU institutions to consider whether there is a case for action at EU level to reduce the incentive to structure business models so as to fall outside MiFID» [EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2014), *Advice Investment-based crowdfunding*, ESMA/2014/1560, 18 de diciembre, p. 28].

(16) *Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act*, 5 April 2012, que ha generado una amplia literatura (*vid.* por todos, BRADFORD, C. Steven (2012), «Crowdfunding and the federal securities laws», *Columbia Business Law Review*, núm. 1: 1-150; HAZEN, Thomas Lee (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*, núm. 90: 1735-1770; SCHWARTZ, Andrew A. (2013), «Crowdfunding Securities», *Notre Dame Law Review*, vol. 88: 1457-1490; IBRAHIM, Darian M. (2014), «Equity Crowdfunding: A Market for Lemons?», *William & Mary Law School Research Paper*, no. 09-292).

(17) *Vid.* HEMINWAY, Joan MacLeod (2014), «Crowdfunding and the Public/Private Divide in U.S. Securities Regulation», *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 83, Núm. 2, December, p. 480, que estudia el impacto de la *Crowdfund Act* en la división entre público y privado en la regulación de valores estadounidense.

(18) *Vid.* Art. 1.5 novies y 5 decies, 50 quinquies y 100 ter, *Testo Unico della Finanza*; art. 25-32 *Decreto Legge 179/2012 sobre «Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese» (Decreto Crescitalia 2.0)* convertido en *Legge 17 dicembre 2012 n. 221; Regolamento Consob n. 18592* de 26 junio 2013.

(19) *Vid.* LAUDONIO, Aldo (2014), «La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding», *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, núm. 1: 1-43 (quien considera que el nuevo marco legal incurre en una «fatale confusione tra «nuovo» ed «innovativo»», que constituye una «prima incompleta, macchinosa ed inadeguata traduzione normativa di un fenomeno economico che, seppur giovane, ha già assunto una notevole importanza»); ALVISI, Paola (2014), «Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico», *Riv. dir. banc.*, 10: 1-22 [quien realiza un análisis comparado y manifiesta su perplejidad por el enfoque italiano (pág. 4)].

(20) *Ordonnance no. 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif*, comentada por Jérôme LASSERRE CAPDEVILLE, quien considera que es un encuadramiento legal necesario con incidencia en el monopolio legal bancario y de servicios de inversión [*vid.* LASSERRE CAPDEVILLE, Jérôme (2015), «La réforme du crowdfunding en droit français: les aspects du droit bancaire», *Revue générale du droit, Etudes et réflexions*, no. 4: 1-10].

(21) Un buen comentario del Anteproyecto de Ley publicado por el Ministerio de Economía y Competitividad el 5 de marzo de 2014, con muchas sugerencias que se han incorporado al texto de la Ley, en ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, Segismundo (2014), «El «equity crowdfunding» o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación», *Cuadernos de derecho y comercio*, núm. 61, págs. 13-58. Sobre el Proyecto de Ley publicado en BOCG, de 27 de enero de 2015, Serie A, núm. 119-4, destaca por el encuadramiento de las plataformas entre los intermediarios electrónicos RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa (2014), «Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: Concepto y funciones», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 15: 1-19.

(22) Como dice Teresa RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, el factor tecnológico se inserta en la definición misma de las plataformas [*vid.* RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa (2014), «Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: Concepto y funciones», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 15, pág. 9)].

(23) En contra, Segismundo ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, quien considera que la problemática de las plataformas de préstamos es muy distinta de la de las de inversión «lo que hace muy dudoso que se tenga que regular de la misma manera» [*vid.* ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, Segismundo (2014), «El “equity crowdfunding” o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación», *Cuadernos de derecho y comercio*, núm. 61, pág. 19].

(24) Según un estudio de ESMA, las diferencias entre las plataformas son más el resultado de «decisions about preferred regulatory treatment than about substantive differences between the entities' activities/business models» [EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2014), *Advice Investment-based crowdfunding*, ESMA/2014/1560, 18 de diciembre, p. 4].

(25) Al prestar este servicio la plataforma se convierte en «tercero de confianza» (*Trusted Third Party*), lo cual incrementa sus responsabilidades [*vid.* RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa (2014), «Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: Concepto y funciones», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 15, pág. 11], en una función de *rating* de los proyectos [*vid.* ALBA FERNÁNDEZ, Manuel; RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa (2010), «Las agencias de *rating* como terceros de confianza: responsabilidad civil extracontractual y protección de la seguridad del tráfico», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 120, octubre-diciembre, pp. 141-177], que entraría en conflicto con la neutralidad de las plataformas. Por esta razón convendría que el servicio de *rating* de los proyectos lo prestaran empresas ajenas a la plataforma.

(26) Sobre el concepto de sistemas electrónicos cerrados, *vid.* RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa (2006), *El régimen jurídico de los Mercados Electrónicos Cerrados (e-Marketplaces)*, Madrid, págs. 65-116.

(27) *Vid.* FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (2014), *The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media*, PS14/4, 6 de marzo.

BIBLIOGRAFÍA

AA.VV. (2015), *Le Shadow Banking. Qu'est-ce que la finance parallèle? Quel est son rôle? Comment la réguler?*, Paris.

ALBA FERNÁNDEZ, M., y RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T. (2010), «Las agencias de rating como terceros de confianza: responsabilidad civil extracontractual y protección de la seguridad del tráfico», <i>Revista de Derecho Bancario y Bursátil</i>, núm. 120, octubre-diciembre: 141-177. ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S. (2014), «El «equity crowdfunding» o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación», <i>Cuadernos de derecho y comercio</i>, núm. 61: 13-58. ALVISI, P. (2014), «Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico», <i>Riv. dir. banc.</i>, 10: 1-22. BRADFORD, C.S. (2012), «Crowdfunding and the federal securities laws», <i>Columbia Business Law Review</i>, num. 1: 1-150. CARRASCO, Á. (2014), «Proyecto de ley de fomento de la financiación empresarial: la financiación participativa a través de plataformas de "crowdfunding"», <i>Revista CESCO de Derecho de Consumo</i>, núm. 12: 185-197. CNMV ADVISORY COMMITTEE, <i>Response to the Consultation Paper with regard to «Shadow Banking System»</i>. Disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2012/shadow/individual-others/cnmv-advisory-committee_en.pdf. COMISIÓN EUROPEA (2014), <i>Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones «Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea»</i>, Bruselas, 27 de marzo, COM(2014) 172 final. — (2014), <i>Crowdfunding innovative ventures in Europe. The financial ecosystem and regulatory landscape</i>, Directorate-General of Communications Networks, Content & Technology, Brussels. — (2015), <i>Libro Verde Construir una Unión de los Mercados de Capitales</i>, COM/2015/063 final.	CUESTA SAINZ, C.; FERNÁNDEZ DE LIS, S.; ROIBAS, I.; RUBIO, A.; RUESTA, M.; TUESTA, D., y URBIOLA, P. (2014), «Crowdfunding en 360º: alternativa de financiación en la era digital», <i>BBVA Research, Observatorio de Economía Digital</i>, 28 de octubre. Disponible en https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2015/01/Observatorio_crowdfunding.pdf. EUROPEAN BANKING AUTHORITY (2015), <i>Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding</i>, EBA/Op/2015/03, 26 February. EUROPEAN BANKING FEDERATION (2015), <i>EBF response to the Commission's Green Paper on the Capital Markets Union</i>, 13 May. Disponible en http://www.ebf-fbe.eu/wp-content/uploads/2015/05/EBF_014896-EBF-response-to-CMU-Green-Paper1.pdf. EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2014), <i>Advice Investment-based crowdfunding</i>, ESMA/2014/1560, 18 de diciembre. FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (2014), <i>The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media</i>, PS14/4, 6 de marzo. FINANCIAL STABILITY BOARD (2013), <i>Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking An Overview of Policy Recommendations</i>, 29 de agosto. HAZEN, T.L. (2012), «Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned on Meaningful Disclosure», <i>North Carolina Law Review</i>, num. 90: 1735-1770. HEMINWAY, J.M. (2014), «Crowdfunding and the Public/Private Divide in U.S. Securities Regulation», <i>University of Cincinnati Law Review</i>, Vol. 83, Núm. 2, December:	477-504. Disponible en http://ssrn.com/abstract=2608790. IBRAHIM, D.M. (2014), «Equity Crowdfunding: A Market for Lemons?», <i>William & Mary Law School Research Paper</i>, no. 09-292. INTERNATIONAL MONETARY FUND (2014), <i>Global Financial Stability Report Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking</i>, octubre. INVERCO (2012), <i>Reply to European Commission's Green Paper on Shadow Banking</i>, Madrid, 15 de julio. KIRBY, E.; WORNER, S. (2014), «Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast», <i>Staff Working Paper of the IOSCO Research Department</i>, SWP3/2014. LAUDONIO, A. (2014), «La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding», <i>Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale</i>, núm. 1: 1-43. LASSERRE, J. (2015), «La réforme du crowdfunding en droit français: les aspects du droit bancaire», <i>Revue générale du droit, Etudes et réflexions</i>, no. 4: 1-10. LEGUINA, J. (1987), «Principios generales del Derecho y Constitución», <i>Revista de Administración Pública</i>, núm. 114, septiembre-diciembre: 7-37. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T. (2006), <i>El régimen jurídico de los Mercados Electrónicos Cerrados (e-Marketplaces)</i>, Madrid. — (2014), «Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: Concepto y funciones», <i>Revista de Derecho del Mercado de Valores</i>, núm. 15: 1-19 (versión electrónica). SCHWARTZ, A.A. (2013), «Crowdfunding Securities», <i>Notre Dame Law Review</i>, vol. 88: 1457-1490.
---	---	--