



Solicitud pública de financiación a través de una plataforma de financiación participativa mediante la emisión de participaciones

Ainhoa Martín Anadón

Estudiante de 6.º curso del Doble Grado en Derecho
y Administración y Dirección de Empresas

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don Francisco Gil Durán, doña María José Morillas Jarillo, don José María Segovia Cañadas, don Antonio Serrano Acitores y don Mariano Yzquierdo Tolsada.

Extracto

La financiación participativa se ha consolidado en los últimos años como alternativa de financiación viable para las pymes a consecuencia de la grave crisis económica y financiera que ha atravesado nuestro país. Las fuentes tradicionales de financiación han demostrado ser ineficaces y las pymes españolas se ven en la obligación de buscar métodos alternativos para financiarse. Dentro de esta nueva fórmula de financiación, una de las modalidades más importantes y con un mayor crecimiento es el *crowdfunding* de inversión, que consiste en la solicitud de financiación por parte del promotor de un proyecto mediante la emisión de participaciones de sociedades limitadas con oferta pública de suscripción a través de una plataforma electrónica de financiación participativa. La normativa española que regula esta modalidad de *crowdfunding* de inversión es la Ley 5/2015 de Fomento de Financiación Empresarial que establece ciertos requisitos en relación con el proceso de obtención de financiación y sus distintas fases. Sin embargo, esta normativa debe coordinarse con la regulación del aumento de capital mediante emisión de nuevas participaciones con contraprestación dineraria que regula la Ley de Sociedades de Capital. A las dificultades para la coordinación de ambas normas hay que añadir la falta de soluciones a algunos problemas que ha puesto de manifiesto la práctica. Este trabajo tiene por objeto analizar de manera completa y en profundidad las operaciones de *equity crowdfunding* en sociedades limitadas, ofreciendo soluciones a los problemas que presentan en la práctica.

Palabras clave: *crowdfunding* de inversión; financiación; pymes; sociedades limitadas.

Fecha de entrada: 03-05-2018 / Fecha de aceptación: 10-07-2018

Cómo citar: Martín Anadón, A. (2019). Solicitud pública de financiación a través de una plataforma de financiación participativa mediante la emisión de participaciones. *Revista CEFLegal*, 216, 5-40.



Public request for funds in a crowdfunding platform through the issuance of equity shares

Ainhoa Martín Anadón

Abstract

Participative financing has been consolidated in recent years as an alternative to viable financing for SMEs because of the serious economic and financial crisis that our country has gone through. Traditional sources of financing have proved ineffective and Spanish SMEs are forced to seek alternative methods to finance themselves. Within this new financing formula, one of the most important and growing modalities is equity crowdfunding, which consists of the request of financing by the promoter of a project through the issuance of shares of limited companies with public offer of subscription through a digital platform of participative financing. Spain has introduced a legal regimen on investment-based crowdfunding through the Law 5/2015 on Promotion of Business Financing that establishes certain requirements in relation to the process of obtaining financing and its different phases. However, this regulation must be coordinated with the regulation of the capital increase by issuing new shares for cash consideration regulated by the Capital Companies Act. To the difficulties for the coordination of both Laws we must add the lack of solutions to some problems that the practice has shown. The purpose of this work is to analyze fully and in depth equity crowdfunding operations in private companies, offering solutions to the problems they show in practice.

Keywords: equity crowdfunding; financing; small and medium size enterprises (SMEs); private limited companies.

Citation: Martín Anadón, A. (2019). Solicitud pública de financiación a través de una plataforma de financiación participativa mediante la emisión de participaciones. *Revista CEFLegal*, 216, 5-40.



Sumario

1. La instrumentalización del *crowdfunding* mediante la emisión de participaciones como nueva fórmula de financiación de las pymes con forma de sociedad limitada
 - 1.1. Las dificultades de las pymes con forma de sociedad limitada para obtener financiación y la necesidad de prever vías alternativas para su financiación: en especial, el *crowdfunding*
 - 1.2. La regulación del *crowdfunding*
 - 1.2.1. Regulación en España
 - 1.2.2. La posible armonización en la Unión Europea
2. Cuestiones generales en torno al *equity crowdfunding* mediante oferta pública de suscripción de participaciones de sociedad limitada
 - 2.1. Concepto y características
 - 2.2. Límites a la obtención de financiación mediante oferta pública de participaciones a través de una plataforma de financiación participativa
 - 2.2.1. La prohibición de proyectos simultáneos en la misma plataforma de financiación participativa y su discutible admisión en distintas plataformas
 - 2.2.2. Importe máximo y mínimo de captación de fondos que puede obtenerse a través de cada proyecto publicado
3. Sujetos que intervienen en una operación de oferta pública de participaciones a través de una plataforma de financiación participativa
 - 3.1. Los promotores
 - 3.2. Los potenciales inversores y su necesaria protección
 - 3.3. La plataforma de financiación participativa
4. El proceso de emisión de participaciones con oferta pública de suscripción a través de una plataforma de financiación participativa
 - 4.1. La necesidad de previa constitución de la sociedad y requisitos mínimos de los estatutos
 - 4.2. El contrato entre el promotor y la plataforma de financiación participativa
 - 4.3. La oferta de suscripción a través de la plataforma y la garantía de la debida transparencia
 - 4.4. La aceptación de la oferta de suscripción y el contrato de inversión



- 4.4.1. La aceptación de la oferta de suscripción
- 4.4.2. El contrato de inversión
- 4.5. Creación de las nuevas participaciones
 - 4.5.1. Aumento de capital
 - 4.5.2. Exclusión del derecho de suscripción preferente
- 4.6. La ejecución del negocio de suscripción y desembolso del capital
- 4.7. La inscripción del aumento de capital en el Registro Mercantil
- 5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

1. La instrumentalización del *crowdfunding* mediante la emisión de participaciones como nueva fórmula de financiación de las pymes con forma de sociedad limitada

1.1. Las dificultades de las pymes con forma de sociedad limitada para obtener financiación y la necesidad de prever vías alternativas para su financiación: en especial, el *crowdfunding*

Las pymes españolas tienen una gran importancia en nuestra economía. Por ello, ha existido una continua preocupación por los problemas de financiación a los que se enfrentan, problemas que se agravaron desde el inicio de la crisis financiera en 2008. Tradicionalmente, las empresas acudían al crédito bancario para obtener financiación, ya que el acceso al mercado primario o al capital riesgo en España resultaba complicado. Además, las dificultades para obtener financiación por parte de las empresas se incrementaron tras la recesión económica debido a la drástica reducción en la concesión de préstamos bancarios, al menor apoyo financiero público y al escaso desarrollo de las entidades de capital riesgo en nuestro país. Por otro lado, el tímido desarrollo de los *business angels* tampoco ha logrado que sean considerados como una alternativa de financiación para las pymes. Esta situación se acentúa, sobre todo, en las primeras etapas de vida de las empresas con un potencial de crecimiento (fase *start-up*), al no existir una trayectoria previa que permita valorar el riesgo de forma precisa, dificultando así la entrada en el capital de entidades de capital-riesgo y la obtención de créditos bancarios¹.

La difícil situación que han atravesado los mercados financieros, unida al desarrollo de nuevos paradigmas sociales de actuación y emprendimiento colectivo de carácter cola-

¹ En general, sobre los problemas de financiación de las pymes y su agravación durante la crisis como causa del auge del fenómeno de *crowdfunding*, véase Arce, López y Sanjuán (2011, pp. 12 y ss.), Hernández Sainz (2015, p. 1) o Gracia Labarta (2014, p. 11).

borativo, facilitados por el imparable fenómeno de internet, ha favorecido la aparición de nuevos canales de obtención de financiación como el *crowdfunding*², también llamado microfinanciación colectiva³ o financiación participativa. Su origen podemos encontrarlo en los países del *Common law* (como Australia o los Estados Unidos), desde donde se ha extendido por toda Europa⁴. Sin embargo, es necesario resaltar que estos mecanismos de financiación han existido a lo largo de toda la Historia, pese a la ausencia de regulación específica y, por supuesto, sin el componente tecnológico. Un claro ejemplo es el de la construcción, en 1884, del pedestal de un monumento tan emblemático como la Estatua de la Libertad neoyorkina, para la que se solicitó aportaciones del público a través de un periódico (*The World*), en una operación de *crowdfunding* en la que participaron más de 160.000 personas. La novedad viene constituida hoy por la canalización de la solicitud de financiación a través de internet y por la profesionalización de las plataformas, dejando de ser una fórmula puntual de captación de fondos para convertirse en un canal alternativo a los mecanismos clásicos de financiación.

El término *crowdfunding* es un anglicismo proveniente de la unión del *crowd* (multitud) y *funding* (financiación). Se trata de un recurso para captar financiación, por una persona física o jurídica, para un proyecto concreto, empresarial o personal, a través de una plataforma o portal público en internet⁵. De ahí su importancia y potencial como motor del nuevo modelo de crecimiento europeo, facilitando que proyectos empresariales que no pueden acceder a las formas convencionales de financiación puedan financiarse gracias a múltiples aportaciones de inversores potenciales.

La doctrina y diversos organismos de la Unión Europea (UE) (Comisión Europea, Consejo Económico y Social) e internacionales (IOSCO) suelen reconocer cuatro categorías de *crowdfunding*: basado en donaciones (*donation crowdfunding*), de recompensa o preventa (*reward or presales crowdfunding*), basado en préstamos (*crowdlending* o *peer to peer lending*) y de inversión (*equity crowdfunding*)⁶. Sin embargo, Hernández Sainz distingue principalmente dos modalidades: la inversión participativa a través de internet a título gratuito (*donation crowdfunding* o *social lending crowdfunding*) y la lucrativa, diferenciando en esta última entre financiación participativa con contraprestación dineraria (*lending crowdfunding* o *equity crowdfunding*) y no dineraria (*crowdfunding* de recompensa y prepago)⁷. Esta úl-

² Rodríguez de las Heras Ballel (2014, pp. 3 y 4) y Hernández Sainz (2015, p. 1) estiman que son tres los factores clave que explican el desarrollo de nuevas formas de financiación como el *crowdfunding*.

³ Terminología que utiliza la Comisión Europea (27 de marzo de 2014).

⁴ Véase Serrano Acitores (2016).

⁵ La definición de *crowdfunding* parte de la ofrecida por Hernández Sainz (2016, pp. 992-993).

⁶ Esta clasificación es utilizada por Gracia Labarta (2014, pp. 3 y 4) y por la IOSCO (2014).

⁷ Véase la clasificación de las modalidades de *crowdfunding* según Hernández Sainz (2015 pp. 994 y ss.).

tima clasificación es, desde mi punto de vista, la más correcta, ya que el propio preámbulo de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de financiación empresarial (BOE de 28 de abril de 2015) –en adelante, LFFE– hace referencia a las modalidades en las que prime el componente financiero de la actividad, o lo que es lo mismo, en las que el inversor espere recibir una contraprestación dineraria. Por tanto, la existencia o inexistencia de remuneración es uno de los principales aspectos que distingue los distintos tipos de *crowdfunding* y que repercute, además, en la complejidad o incluso inexistencia de regulación para cada modalidad.

1.2. La regulación del *crowdfunding*

1.2.1. Regulación en España

La aparición de nuevas formas de financiación, así como la gran cantidad de plataformas de *crowdfunding* existentes y las necesidades y riesgos específicos que conlleva dicha actividad, han hecho necesaria su regulación, que se contiene en el título V de la LFFE⁸. Esta norma solo regula aquellas modalidades de *crowdfunding* en las que, como dice su propio preámbulo, el inversor espera recibir una remuneración dineraria por su participación, excluyendo las modalidades de donación, recompensa y préstamos sin interés. La figura del préstamo (*crowdlending*) se regula primero, a pesar de que los requisitos aplicables a las acciones, participaciones u otros valores representativos de capital (*equity crowdfunding*) tienen mayor relevancia.

Su principal finalidad es proteger a los inversores frente a los distintos riesgos a los que pueden verse sometidos, a través de mecanismos como el deber de autorización previa y control sobre las entidades que gestionan las plataformas de inversión participativa que lleva a cabo la Comisión Nacional del Mercado de Valores –en adelante, CNMV–, los deberes de transparencia que recaen sobre los emisores y entidades gestoras de las plataformas y los límites de inversión⁹, que más adelante analizaré con más detenimiento.

⁸ El Ministerio de Economía y Competitividad aprobó, el 5 de marzo de 2014, un Anteproyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial, que proponía en su título V una regulación de las plataformas de financiación participativa y su actividad. Esta primera propuesta fue modificada y ampliada, dando lugar al Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial (BOCG, serie A, n.º 119-1, de 17 de octubre de 2014), origen de la norma hoy en vigor. Para más información acerca de la novedosa regulación de *crowdfunding*, véase Carrasco Perera (2014) y Palá Laguna y Cuervo Arango (2014, pp. 1 y ss.).

⁹ Véase Hernández Sainz (2015, pp. 2 y ss.) para profundizar en la materia sobre protección de los inversores.

Además, es interesante resaltar que dicha regulación debe completarse con previsiones contenidas en otras normas como las relacionadas con la protección de los consumidores y la normativa del mercado de valores. En especial, cuando se trata de *equity crowdfunding* debemos tomar en consideración la normativa sobre aumento de capital en sociedades anónimas o limitadas contenida en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, en adelante citado LSC.

1.2.2. La posible armonización en la Unión Europea

Las divergencias en la regulación de la financiación participativa en los distintos países de la UE están comportando la segmentación del mercado único y la obstaculización de la posible ampliación de la actividad de *crowdfunding* a escala europea¹⁰. Esta situación restringe la capacidad de las plataformas de *crowdfunding* para operar en otros mercados más allá del mercado nacional, además de limitar los incentivos financieros de los proveedores de servicios de *crowdfunding* a los países de la UE con mercados financieros de mayor tamaño. Todo ello se traduce, según la Comisión Europea, en altos costes, complejidad legal e incertidumbre para los proveedores de servicios de *crowdfunding* que son responsables de causar una fragmentación innecesaria del mercado. Al mismo tiempo, los inversores tienen un acceso limitado y menor capacidad de diversificar el riesgo debido a la falta de un mercado interno.

Por tanto, el control de la evolución del mercado de *crowdfunding* durante estos últimos años ha sido una de las principales tareas de los servicios de la Comisión Europea, manteniendo un diálogo periódico con las autoridades europeas de supervisión, los Estados miembros y el sector de *crowdfunding* para promover la convergencia y compartir las mejores prácticas¹¹. Desde entonces, existen pruebas significativas sobre los obstáculos a la actividad transfronteriza de las plataformas de financiación participativa y al desarrollo del mercado interior. La concentración continúa del sector de *crowdfunding* europeo en unos pocos Estados miembros ha subrayado la necesidad de que este método de financiación esté disponible de forma más amplia en beneficio de aquellos que solicitan fondos y de los inversores de todos los Estados miembros. Por ello, el pasado 8 de marzo, la Comisión Europea publicó la propuesta de Reglamento relativa a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas (COM [2018], 113 final), siendo el principal objetivo de esta iniciativa facilitar la ampliación de los servicios

¹⁰ Véase Carrasco Perera (2014, p. 9).

¹¹ La Comisión Europea publica varios informes sobre la posible armonización de la regulación de *crowdfunding* en la UE. Véase European Commission (30 de octubre de 2017, p. 2) y European Crowdfunding Network and Osborne Clarke Germany (diciembre 2017).

de *crowdfunding* en el mercado interno, aumentando así el acceso a la financiación para emprendedores, empresas de nueva creación y pymes en general. Se pretende mejorar el funcionamiento del mercado interior, superando la actual fragmentación de los mercados nacionales y el desarrollo de un mercado transfronterizo, permitiendo un *crowdfunding* más rentable y seguro. Al permitir que las plataformas amplíen sus operaciones en el mercado europeo, la propuesta busca proporcionar a las nuevas empresas y pymes acceso a fuentes alternativas de capital en línea con otras iniciativas que han buscado facilitar el acceso a financiamiento para estas entidades, como el marco para fondos de capital de riesgo europeos¹².

2. Cuestiones generales en torno al *equity crowdfunding* mediante oferta pública de suscripción de participaciones de sociedad limitada

2.1. Concepto y características

El *equity crowdfunding* como fuente alternativa de financiación para *start-ups* y proyectos empresariales innovadores ha sufrido un acelerado crecimiento en los últimos años. Esta modalidad requiere una mayor atención por diversos motivos y es por ello por lo que centramos esencialmente en ella nuestro estudio. Por un lado, sustituye a las operaciones de captación de ahorro público en los mercados financieros y, por otro lado, plantea cómo llevarla a cabo con figuras como el aumento de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente, recogidas en el Derecho societario actual. Se trata de un canal innovador a través del cual las empresas obtienen fondos propios, y también una valoración de la posible acogida de su proyecto empresarial o de los productos o servicios que pretenden desarrollar. Asimismo, pequeños ahorradores tienen la oportunidad de acceder a inversiones en empresas con grandes posibilidades de crecimiento, pero sin olvidar que también existe el riesgo de perder todo lo invertido¹³.

Siguiendo a Hernández Sainz, podemos definir el *equity crowdfunding*, o microfinanciación colectiva mediante participación en el capital, como «la captación de financiación de múltiples inversores, a través de plataformas *online* en que la contraprestación ofreci-

¹² En marzo de este mismo año, la Comisión Europea publica la propuesta de Reglamento que pretende regular el *crowdfunding* en la UE. Véase European Commission (8 de marzo de 2018b).

¹³ El nuevo sistema de financiación colectiva para empresas es un fenómeno que se ha extendido enormemente en los últimos años, teniendo un gran éxito. Véase Hernández Sainz (2016, pp. 989 y 990) y Serrano Acitores (2016). Véase también Zhang, Wardrop, Ziegler, Lui, Burton, James y Garvey (septiembre 2016), donde se ofrece una panorámica sobre el crecimiento del *equity crowdfunding* en los distintos países de la UE comparando el año 2015 con años anteriores.

da consiste en una participación en el capital de la sociedad. La aportación de fondos se sustancia en la suscripción de acciones, participaciones u otros instrumentos financieros representativos de una participación en el capital, ya sea en el marco del proceso de constitución de la sociedad (modalidad que en España presenta dificultades de articulación), ya sea mediante un aumento de capital, recibiendo el inversor como contraprestación por la financiación aportada el complejo entramado de derechos económicos y políticos que entraña la condición de socio en la sociedad que recaba los fondos»¹⁴.

Las características más relevantes de este tipo de *crowdfunding* y las diferencias con la recaudación de capital tradicional tienen que ver principalmente con el proceso de financiación. Por un lado, los empresarios pretenden captar financiación a través de procedimientos de solicitud pública por medio de plataformas electrónicas en internet, de manera que los inversores toman sus decisiones basándose en la información proporcionada por dicha plataforma. Además, la plataforma de *crowdfunding* facilita la transacción al proporcionar un contrato de inversión estandarizado y gestionar la liquidación de los pagos, bien sea directamente, si ha obtenido la pertinente autorización como entidad de pago híbrida (art. 52.1.b LFFE), bien mediante acuerdos con una entidad de pago, debidamente autorizada. Por otro lado, la inversión procede de una masa heterogénea¹⁵ y no estructurada de inversores, siendo su principal objetivo la obtención de elevadas rentabilidades mediante pequeñas aportaciones de capital a empresas con alto potencial de crecimiento. No obstante, hay que tener en cuenta que muchos de estos inversores invierten cantidades inferiores a los *business angels* o las entidades de capital riesgo¹⁶.

En comparación con otras modalidades de *crowdfunding*, el *equity crowdfunding* es el segundo modelo más utilizado en España, a pesar de registrar en 2015 una disminución significativa en el volumen total invertido frente a años anteriores¹⁷. Una posible razón pudo estar relacionada con la regulación que ha obligado a las empresas a modificar sus operaciones y obtener las pertinentes autorizaciones tras promulgarse la LFFE. Sin embargo, entre 2015 y 2016 (último año del que existen datos disponibles) el *crowdfunding* de inversión fue la modalidad que experimentó un mayor crecimiento porcentual, junto con el *crowdfunding* de préstamos¹⁸. Además, un informe de los resultados obtenidos en 2017 por la plataforma de

¹⁴ La definición es ofrecida por Hernández Sainz (2016, p. 997).

¹⁵ La calificación de inversores heterogéneos es plasmada por Ahlers, Cumming, Guenther y Schweizer (2 de diciembre de 2013, p. 9).

¹⁶ Véase Ahlers, Cumming, Guenther y Schweizer (2 de diciembre de 2013, p. 6) y Hernández Sainz (2016, pp. 997-998) para profundizar en las características del *equity crowdfunding* y las diferencias más relevantes con los formatos tradicionales de financiación.

¹⁷ Véase Zang, Wardrop, Ziegler, Lui, Burton, James y Garvey (septiembre 2016, p. 69).

¹⁸ En el año 2015, se recaudaron aproximadamente 32 millones y 6 millones de euros a través de *crowdfunding* de préstamos y *equity crowdfunding*, respectivamente. En 2016, estas cantidades aumentaron en 30

financiación participativa The Crowd Angel muestra el progreso y la importancia de esta modalidad, obteniendo un capital total de 2,35 millones de euros y superando con creces los resultados del año anterior.

2.2. Límites a la obtención de financiación mediante oferta pública de participaciones a través de una plataforma de financiación participativa

La LFFE contiene límites a la cantidad de financiación que puede obtenerse a través de una plataforma, regulados en los artículos 68 y 69.

2.2.1. La prohibición de proyectos simultáneos en la misma plataforma de financiación participativa y su discutible admisión en distintas plataformas

El artículo 68.1 de la LFFE establece que las plataformas de financiación participativa deben asegurarse de que ningún promotor tenga publicado simultáneamente en la plataforma más de un proyecto. Sin embargo, nada se dice acerca de la posibilidad de que una misma sociedad solicite financiación para varios proyectos diferentes publicados en distintas plataformas. Lo único que enuncia la ley al respecto, en el apartado 2 de este mismo artículo, es la existencia de un límite legal máximo de captación de fondos por proyecto publicado a través de cada plataforma de financiación participativa.

En mi opinión, la ausencia de regulación expresa en dicha materia y la redacción de este artículo dan lugar a distintas interpretaciones. Hernández Sainz entiende que nada impide que una misma sociedad solicite financiación para varios proyectos diferentes en distintas plataformas, llegando a obtener en un breve período de tiempo cantidades muy elevadas de dinero. No obstante, en el caso de que un mismo emisor, a través de varias plataformas y para distintos proyectos, solicitase captación de fondos mediante la emisión de valores negociables por un importe en cómputo anual superior a los cinco millones de euros, se aplicarían las normas contenidas en el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, en adelante TRLMV, y los reglamentos comunitarios sobre folleto informativo, tal y como se desprende del artículo 35 del TRLMV. No ocurriría lo mismo en el caso de que esta misma situación se diese en sociedades limitadas, ya que las participaciones no son consideradas

millones y 10 millones de euros, a diferencia del resto de modalidades que solo aumentaron en 2 millones (*crowdfunding* de donaciones) y 1 millón (*crowdfunding* de recompensas). Véase Universo Crowdfunding (2017, pp. 16 y 17).

valores negociables¹⁹. Se produciría, por tanto, una situación de grave desprotección del inversor, al aplicarse únicamente los requisitos de transparencia regulados en la LFFE. En cambio, Morreno Serrano deduce del artículo 68.2 de la LFFE que no es admisible la publicación simultánea de dos proyectos del mismo promotor en plataformas distintas, al hacer referencia la ley a la realización sucesiva de rondas de financiación²⁰. Desde mi punto de vista, que la ley posibilite dicha realización de sucesivas rondas de financiación en ningún momento implica la prohibición de la publicación de varios proyectos en distintas plataformas, sino que únicamente se trata de un límite cuantitativo.

Sin embargo, desde un punto de vista práctico, es cierto que no conviene dicha admisión si tenemos en cuenta los costes necesarios para conseguir la financiación buscada, el esfuerzo adicional requerido en la organización de más de una campaña para que los proyectos lleguen al mayor número de posibles futuros inversores y la falta de protección de estos últimos, dado que una potencial quiebra de la sociedad afectaría a un gran número de sujetos²¹. Debe quedar claro que aunque no interese su realización, llevar a cabo dos campañas de *equity* con emisión de participaciones a través de dos PFP diferentes es perfectamente válido. Esto no significa que no debiera prohibirse, sobre todo por lo que respecta a la falta de protección del inversor. Entiendo que aunque la LFFE ofrece límites cuantitativos y medidas de información y transparencia (analizados posteriormente con más detenimiento), estos no son suficientes en los casos en los que se lleven a cabo dos campañas a través de dos plataformas distintas. Además, en las operaciones de *crowdfunding*, los fondos son dirigidos generalmente a pymes o empresas de reciente creación sin una regulación y control específicos, por lo que el riesgo de quiebra ya existe de por sí, sin necesidad de aumentarlo más al llevar a cabo dos campañas simultáneas en distintas plataformas de financiación.

2.2.2. Importe máximo y mínimo de captación de fondos que puede obtenerse a través de cada proyecto publicado

Los límites basados en establecer una cantidad máxima de captación de fondos a través de plataformas de financiación participativa no operan como instrumento de protección del inversor, sino que lo hacen en beneficio de la sociedad que obtiene la financiación. Su

¹⁹ El artículo 3 del Real Decreto 1310/2005 excluye expresamente del concepto de valor negociable a las participaciones de sociedades limitadas.

²⁰ Seguimos aquí las interpretaciones que proponen Hernández Sainz (2016, p. 1.024) y Moreno Serrano (2016, apartado III).

²¹ En general, y sobre todo en la práctica, que una misma sociedad solicite financiación para varios proyectos diferentes en distintas plataformas no tiene apenas ventajas si tenemos en cuenta los puntos de vista de Hernández Sainz (2016, p. 1.024) y Moreno Serrano (2016, apartado III).

finalidad va dirigida a aquellas sociedades que solicitan pequeñas cantidades de capital, tratando de conseguir un régimen legal menos ajustado y con un coste menor²².

El artículo 68.2 de la LFFE fija en dos millones de euros el límite al importe máximo de fondos que puede captarse por proyecto de financiación participativa en el plazo de un año. Cuando dicho proyecto vaya dirigido exclusivamente a inversores acreditados, el límite máximo anterior será de cinco millones de euros, entendiendo que se aplica también la referencia del cómputo anual a esta cantidad. Según Hernández Sainz, su aplicación se vería facilitada si estos límites se estableciesen para cada emisor en un periodo de 12 meses, en vez de para cada proyecto empresarial. Esto es lógico teniendo en cuenta la financiación de proyectos de pequeña o mediana envergadura gestionados por medio de plataformas de financiación participativa. De este modo, se delimita el ámbito de inversión de cuantía moderada, protegiendo al inversor en todo momento. Además, esta propuesta se muestra acorde con el sistema de niveles de protección dependiendo de la cuantía de la emisión del artículo 43 de la LFFE, teniendo en cuenta la modificación del artículo 35 del TRLMV²³. Se distinguen así tres niveles en función de si la oferta es dirigida a inversores no acreditados, y dos cuando es dirigida a inversores acreditados²⁴.

La LFFE prevé en su artículo 69.2²⁵ que las plataformas deberán asegurarse de que para cada proyecto de financiación participativa se establezca un objetivo de financiación concreto, esto es, una cifra exacta de financiación solicitada, así como un plazo máximo para obtenerla, si bien estos límites pueden ser superados hasta en un 25 %. El único requisito es que se informe, con anterioridad a la inversión, de tal posibilidad y de los supuestos que dan lugar a la misma. Ello no implica que pueda superarse el umbral máximo del artículo 68.2 de la LFFE, sino que el objetivo inicial de captación de fondos podrá ser superado en un 25 % siempre y cuando no se haya superado el límite de dos millones de euros o, en su caso, el de cinco millones²⁶. En el caso de que el objetivo de financiación no sea alcanzado en el plazo temporal fijado o superado de acuerdo a lo señalado, será necesario devolver las cantidades ya recibidas. Existe una excepción en aquellas situaciones en las que las reglas de funcionamiento de la propia plataforma establezcan lo contrario, admitiéndose la

²² Véase Hernández Sainz (2016, p. 1.012).

²³ La opinión de Hernández Sainz (2015, p. 3) está basada en lo que sucede en el ordenamiento norteamericano. Según la redacción dada por la Jobs Act, la sección 4 (a) (6) (A) *Securities Act* manifiesta que el límite máximo de la cantidad de capital que puede captarse es 1 millón de dólares en 12 meses.

²⁴ Para más información sobre el sistema de tres niveles de protección en función de la cuantía de la emisión, véase Hernández Sainz (2016, pp. 1.025-1.026).

²⁵ Con anterioridad a este precepto, el artículo 62.2 Anteproyecto LFFE no permitía que un proyecto obtuviese más financiación que el objetivo inicial demandado. Este límite fue criticado por Álvarez Royo-Villanova (28 de mayo de 2014, p. 3).

²⁶ Véase Hernández Sainz (2016, p. 1.027).

financiación parcial del proyecto, siempre y cuando se cumpla el artículo 63.1 de la LFFE. En definitiva, se acepta la financiación parcial cuando se llegue al porcentaje mínimo del 90 % del objetivo de financiación, haya o no participado la plataforma de financiación participativa como promotora y, en caso de haber participado, cuando no haya alcanzado el máximo legal del 10 %²⁷.

La financiación parcial tiene gran importancia en las operaciones de *equity crowdfunding* instrumentalizadas mediante la emisión de participaciones, ya que es posible el aumento incompleto de capital de acuerdo con el artículo 310 de la LSC. Ahora bien, si el porcentaje mínimo del 90 % señalado en el artículo 69.4 de la LFFE no se alcanzara, habría que proceder a la devolución de las cantidades aportadas, no porque el aumento no pudiese ser válido atendiendo a la ley societaria, sino porque la propia LFFE lo indica²⁸. Con base en el artículo 312 de la LSC, otra posible solución sería posponer la suscripción y aportación del capital al momento en el que se cumpliera dicho porcentaje mínimo de inversión²⁹.

3. Sujetos que intervienen en una operación de oferta pública de participaciones a través de una plataforma de financiación participativa

En toda operación de *equity crowdfunding*, como en cualquier otra modalidad de *crowdfunding*, pueden diferenciarse principalmente tres sujetos implicados. De un lado, una o varias personas con un proyecto empresarial para el cual pretenden conseguir financiación. De otro lado, los inversores que deciden participar económicamente en dicho proyecto. Y, por último, la plataforma de financiación participativa como intermediaria de la operación a través de su sitio web. No obstante, también es necesario mencionar el papel de supervisión y control que desempeña la CNMV para que el proyecto se lleve a cabo satisfactoriamente, actuando en beneficio de los inversores y evitando posibles actos fraudulentos³⁰.

²⁷ Como explican Díaz Ruiz (2016, p. 663) y Moreno Serrano (2016, apartado III), la financiación parcial es aceptada en nuestro ordenamiento jurídico siempre y cuando se den unos requisitos determinados.

²⁸ En la modalidad de *equity crowdfunding*, Moreno Serrano (2016, apartado III) resalta la importancia de esta financiación parcial. La ley societaria admite el aumento de capital incompleto, debiendo aplicar primeramente la LFFE y subsidiariamente lo señalado en los artículos 310.2 y 311.2 de la LSC.

²⁹ A parte de la posible solución de devolución de las cantidades aportadas, si no se alcanzase el porcentaje mínimo del 90 %, Moreno Serrano (2016, apartado III) plantea otra basándose en el artículo 312 de la LSC. Esta última solución implica la obligación de quienes asuman las nuevas participaciones de hacer su aportación desde el momento mismo de la suscripción.

³⁰ Así los clasifican Gracia Labarta (2014, p. 5) y Moreno Serrano (2016, apartado II).

3.1. Los promotores

Se trata de personas físicas o jurídicas, titulares de un proyecto para el que necesitan financiación, solicitándola a través de una campaña de *crowdfunding* y comprometiéndose a desarrollar dicho proyecto una vez hayan obtenido el capital necesario³¹.

En las operaciones de *equity*, el promotor deberá ser necesariamente una sociedad de capital debidamente constituida, exceptuando aquellos casos regulados en el artículo 49 c) de la LFFE en los que una sociedad de capital no puede ser promotora. Además, el artículo 67.1 de la LFFE exige que cuando se trate de un promotor persona jurídica, deberá estar válidamente constituido en España o en otro Estado miembro de la UE, a diferencia de las personas físicas para las que lo relevante es el lugar de su residencia fiscal. Esto implica, por un lado, que las sociedades en formación no pueden ser promotoras y, por otro, que el *equity crowdfunding* no puede ser utilizado como forma a través de la cual constituir una sociedad, debiendo esta estar constituida previamente³².

El apartado segundo de este mismo artículo prohíbe acceder a la plataforma a los promotores que se encuentren inhabilitados, o cuyos socios lo estén, conforme a lo previsto en la Ley Concursal o normativa equivalente de otros Estados miembros. Además, tampoco podrán acceder si ellos o sus socios están cumpliendo condena por la comisión de delitos contra el patrimonio, el blanqueo de capitales, el orden socioeconómico, la Hacienda Pública y la Seguridad Social. Estas normas también son de aplicación a las sociedades limitadas, puesto que las personas jurídicas también pueden ser condenadas por algunos de estos delitos.

3.2. Los potenciales inversores y su necesaria protección

En principio, para la modalidad de *equity crowdfunding*, puede ser inversor cualquier persona, física o jurídica, con independencia del lugar de residencia en el caso de las personas físicas, o del lugar donde haya sido constituida cuando se trate de personas jurídicas. Tampoco existe un máximo o mínimo legal de sujetos concretos que pueden financiar un mismo proyecto, sino que lo único relevante es que deben ser una pluralidad, pudiendo ofrecer financiación cualquier persona. No obstante, los propios estatutos de las sociedades promotoras pueden establecer requisitos al respecto, que deberán estar claramente señalados y no ser demasiado restrictivos³³.

³¹ Este concepto de promotor parte del ofrecido por Moreno Serrano (2016, apartado II).

³² Véase Moreno Serrano (2016, apartado II).

³³ Las principales características de la figura del inversor son mencionadas por Moreno Serrano (2016, apartado II).

La única particularidad prevista respecto a estos sujetos es la distinción que hace la ley, en su artículo 81.1, entre inversores acreditados y no acreditados, siendo estos últimos aquellos inversores que no tengan la consideración de acreditados, tal y como señala el artículo 81.4 de la LFFE. Más concretamente, el artículo 81.3 de la LMV considera inversores acreditados a las personas, físicas o jurídicas, que contraten por parte de una empresa de servicios de inversión autorizada un servicio de asesoramiento financiero sobre los instrumentos de financiación de la plataforma. Asimismo, se consideran también inversores acreditados, según el artículo 81.2 de la LFFE, a las personas físicas y jurídicas a las que se refieren las letras a), b) y d) del artículo 78 bis.3 de la LMV (referencia que hoy se corresponde con el art. 205.2 letras a), b) y d) del TRLMV) y a aquellos sujetos que lo soliciten, siempre y cuando hayan renunciado de forma expresa a su condición de inversor no acreditado y posean conocimientos y experiencia para ello. Se distinguen en esta última clasificación dos categorías principalmente. En primer lugar, las personas físicas que obtengan anualmente unos ingresos mayores a 50.000 euros o dispongan de un patrimonio financiero superior a 100.000 euros. En segundo lugar, los empresarios que reúnan, individualmente, al menos dos de los requisitos exigidos en el apartado b) del artículo 81.2 de la LFFE. También se permite solicitar la consideración como inversor acreditado a cualquier otra persona jurídica que no esté incluida en los apartados a) y b) del artículo 81.2 de la LFFE³⁴. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la condición de inversor acreditado puede perderse en aquellos casos en los que no se invierta en un proyecto en el plazo de 12 meses o se pierdan dichos requisitos³⁵. Esta calificación es importante para determinar los límites a la inversión en proyectos publicados en plataformas de financiación participativa, regulados en el artículo 82 de la LFFE, así como los requisitos de información previos a la inversión del artículo 83 de esta misma ley.

De acuerdo con dichos límites, la regulación española limita a 3.000 euros por proyecto y 10.000 euros por plataforma al año la cantidad máxima a invertir por inversor no acreditado. Además, cuando se trate de inversores no acreditados, se les deberá exigir una declaración en la que afirmen que se les ha advertido de los distintos riesgos a los que pueden enfrentarse. En el caso de inversores acreditados, deberán declarar que por ser acreditados han sido avisados de que tendrán mayores riesgos al gozar de menor protección³⁶. Esta solución es diferente de la prevista en otros ordenamientos. Así, la Jobs Act norteamericana distingue dos categorías de inversores y el límite está en relación con los ingresos. En la normativa británica, el límite existente afecta solo a los inversores minoristas, no pudiendo invertir más de un 10% de sus activos de inversión. En Italia, no existe regulación en relación con la cuantía máxima de inversión por persona con carácter general, sino úni-

³⁴ Dicha calificación puede desprenderse del artículo 81 de la LFFE. Sin embargo, Hernández Sainz (2016, pp. 1.018-1.023) la desarrolla de forma mucho más extensa.

³⁵ Véase Moreno Serrano (2016, apartado II).

³⁶ Véase Hernández Sainz (2016, p. 1.012).

camente para las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión. Este límite puede resultar inadecuado si tenemos en cuenta que la mayoría de inversores que invierten en *equity crowdfunding* no son inversores minoristas. La plataforma de financiación participativa Crowdcube muestra que la inversión media es superior a los 3.000 euros³⁷. Por tanto, entiendo que la legislación española no resulta del todo correcta. En la legislación británica, los inversores cualificados no tienen límites a la cantidad a invertir, existiendo un grave riesgo en el caso de pérdida del capital invertido. En mi opinión, la mejor solución sería la de aplicar distintos límites en relación con los ingresos de cada inversor. De este modo, los límites de las cantidades mínimas y máximas a invertir no podrían resultar escasos ni elevados dependiendo del tipo de inversor, ya que en todos los casos se haría en función de los ingresos. Además, los promotores conseguirían su objetivo de financiación, pero a la vez también habría un control de las pérdidas que puede sufrir el inversor, evitando perjuicios graves.

Una vez analizada la figura del inversor como tal, la clasificación entre inversores acreditados y no acreditados y los límites a la inversión, es necesario hacer mención a la protección de estos. Uno de los principales objetivos de la LFFE es proteger al inversor no acreditado de forma que sea consciente de los posibles riesgos a los que puede enfrentarse. Los motivos fundamentales de dicha protección se deben, por un lado, a la ausencia de garantías de solvencia por parte del promotor y, por otro, a la posible incapacidad de este de devolver el capital recibido o entregar la contraprestación estipulada. Los instrumentos de protección más importantes son el cumplimiento de determinados deberes de transparencia que se exige a los emisores y las plataformas, el sometimiento de estas últimas a autorización previa y el establecimiento de requisitos relacionados con la organización, la regulación de la actividad y los deberes de transparencia, diligencia y neutralidad que deben respetarse en todo momento³⁸.

3.3. La plataforma de financiación participativa

Son sociedades de capital sujetas a un régimen de autorización por parte de la CNMV. Su función es poner en contacto, de manera profesional y a través de medios electrónicos, a las empresas que buscan financiación para desarrollar un determinado proyecto y a los

³⁷ Álvarez Royo-Villanova (28 de mayo de 2014, p. 3) explica las diversas limitaciones de la regulación española, haciendo una breve comparación con la regulación comparada de países como Estados Unidos y Reino Unido principalmente.

³⁸ Para profundizar en la necesidad de protección de los inversores ante los riesgos que genera el *equity crowdfunding*, véase Hernández Sainz (2016, pp. 998-1.005). Explica de forma precisa la importancia y los motivos de dicha protección, así como los distintos riesgos a los que puede enfrentarse el inversor y los principales mecanismos de protección.

inversores que la ofrecen a cambio de una remuneración³⁹. Ofrecen un doble atractivo: por un lado, asesoran a sociedades de capital que pretenden publicar su proyecto en dichas plataformas, debiendo observar los requisitos fijados en la ley, y por otro, facilitan las distintas relaciones que surgen a partir de este negocio, teniendo una gran relevancia las actividades de representación de los inversores. Tanto promotores como inversores se ven beneficiados por la comodidad y la agilidad que les ofrece el contacto a través de internet⁴⁰.

Las plataformas de financiación participativa deben cumplir los requisitos señalados en los artículos 55 a 57 de la LFFE. Así, además de revestir la forma de sociedad de capital por tiempo indefinido, existen otros requisitos que afectan a su duración, denominación, domicilio social, objeto social, capital social, régimen de aportaciones y órgano de administración. En cuanto a las normas de conducta, estas deben actuar con total imparcialidad respecto a su clientela, basándose en los principios de transparencia, diligencia y neutralidad, ya mencionados, y cumpliendo en todo momento los requisitos de información que se les imponen⁴¹.

Asimismo, el artículo 63 de la LFFE permite a las plataformas ser partícipes de proyectos publicados en su propia página web, no pudiendo superar el 10 % de la financiación solicitada por proyecto ni permitir controlar la empresa. En estos casos, las plataformas deberán informar a los inversores de forma clara y precisa de dicha participación, indicando tanto el importe de su participación en el proyecto como los criterios de su política interna. Cuando los proyectos hayan sido publicados por otras plataformas de financiación participativa, estas no podrán participar.

4. El proceso de emisión de participaciones con oferta pública de suscripción a través de una plataforma de financiación participativa

La obtención de financiación a través de plataformas de financiación participativa mediante la emisión de participaciones por parte de una sociedad limitada se lleva a cabo a través de un proceso complejo. Debe quedar claro que dicho proceso carece como tal de

³⁹ El concepto ofrecido de plataforma de financiación participativa está basado, por un lado, en la propia ley y, por otro lado, en la definición ofrecida por Bartolacelli (2016, apartado II) y Moreno Serrano (2016, apartado II).

⁴⁰ Delgado Larena-Avellaneda (2016, apartado IV) hace referencia al doble atractivo que presentan las plataformas de financiación participativa, ofreciendo una gran comodidad a las relaciones que surgen entre promotores e inversores.

⁴¹ Respecto a los requisitos para ejercer la actividad, los requisitos financieros, las normas de conducta que deben seguir y otros, véase Carrasco Perera (2014, pp. 4 y 5), Díaz Ruiz (2016, pp. 655-657) y Moreno Serrano (2016, apartado II).

una regulación concreta, exigiendo la LFFE únicamente ciertos requisitos que hacen referencia a algunas de sus fases. Estas exigencias deben coordinarse con la regulación del aumento de capital mediante emisión de nuevas participaciones con contraprestación dineraria que regula la LSC.

La descripción del proceso sigue un orden cronológico de las distintas fases del mismo que pueden observarse en la realidad práctica, llevándose a cabo la adopción del aumento de capital una vez el proyecto haya sido publicado en la plataforma y los inversores hayan aceptado la oferta de suscripción de las participaciones emitidas por la sociedad limitada. No obstante, nada impide que dicho aumento de capital pueda llevarse a cabo en otro momento del proceso, suponiendo unos costes más elevados para la sociedad.

4.1. La necesidad de previa constitución de la sociedad y requisitos mínimos de los estatutos

La previa constitución de una sociedad limitada es requisito básico para que pueda captar financiación mediante emisión de participaciones con oferta pública de suscripción a través de una plataforma, con base en el artículo 67.1 de la LFFE, que exige a cualquier promotor persona jurídica «estar válidamente constituido en España o en otro Estado miembro de la Unión Europea». Conforme al artículo 20 de la LSC, las sociedades limitadas requieren de escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil para su válida constitución. Cumplidos estos requisitos, la sociedad de capital nace válida y legalmente a la vida del Derecho, siendo su inscripción en el Registro Mercantil un requisito imprescindible para adquirir la personalidad jurídica correspondiente al tipo social elegido (art. 33 LSC). Por tanto, una sociedad en formación o una sociedad irregular no pueden recabar fondos a través de una plataforma de financiación participativa ya que no están debidamente constituidas.

De este artículo puede deducirse también que la fórmula más conveniente para llevar a cabo una operación de *equity crowdfunding* es la previa constitución de la sociedad con el capital mínimo exigido (3.000 euros) y el posterior aumento de capital para obtener el resto de fondos necesarios. Desde mi punto de vista, esta exigencia normativa ofrece unas mínimas garantías de seriedad del proyecto, lo que tiene una gran relevancia para futuros inversores. En los casos de sociedades limitadas de formación sucesiva en las que no es necesaria la aportación inicial de un capital social mínimo, pudiendo constituirse con cualquier cifra de capital, no se dan estas mínimas garantías de seriedad del proyecto, ya que la captación de fondos se realiza para la propia constitución de la sociedad limitada. Sin embargo, nada impide que una sociedad limitada en régimen de formación sucesiva pueda captar fondos a través de plataformas de financiación participativa, a pesar de no ser del todo recomendable. Existe un mayor riesgo para los inversores y, por tanto, la rentabilidad potencial exigida sería también mayor para compensar el riesgo asumido por el inversor.

Durante el proceso de constitución de la sociedad, los socios deberán redactar los estatutos sociales que contienen las reglas básicas que regirán el funcionamiento y organización de la sociedad. Con carácter general y de acuerdo con el artículo 23 de la LSC, existen unos requisitos mínimos que debe contener cualesquiera estatutos social, tales como la denominación de la sociedad, el objeto social, el domicilio social dentro del territorio español, el capital social, las participaciones en que se divida, el valor nominal de cada participación y la numeración de las mismas, el modo de deliberar y adoptar los acuerdos por parte de los órganos colegiados de la sociedad y el sistema de administración de la sociedad. Asimismo, los socios pueden añadir otras cláusulas teniendo en cuenta los límites del artículo 28 de la LSC, esto es, siempre que no se opongan a leyes ni contradigan los principios configuradores de las sociedades limitadas.

Con carácter más específico, el artículo 80 de la LFFE exige también determinados requisitos mínimos en los estatutos de las sociedades que pretenden captar financiación para sus proyectos a través de una oferta de suscripción de participaciones. Los estatutos sociales deberán regular los siguientes derechos de los socios: en primer lugar, el reconocimiento del derecho de asistencia a la junta por medios telemáticos en los términos previstos en el artículo 182 de la LSC; en segundo lugar, el derecho de representación en la junta general por cualquier persona; por último, deberán establecer que si existen 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 participaciones sociales, habrán de ser comunicados inmediatamente a la propia sociedad y por esta al resto de socios. Se trata de derechos que deben incluirse con carácter obligatorio en los estatutos, por lo que las plataformas no deberían permitir la publicación de proyectos por parte de sociedades en cuyos estatutos no se contengan estos derechos mínimos.

Una cuestión a tener en cuenta en este tipo de operaciones, y en relación con los estatutos sociales, es la posibilidad de incluir prestaciones accesorias asumidas por algún socio a favor de la sociedad, aumentando así la credibilidad del proyecto empresarial. Imaginemos una empresa con un modelo de negocio viable que busca financiación para abrir un restaurante en el que uno de los socios es un cocinero muy famoso y se compromete a prestar sus servicios al restaurante. El proyecto probablemente sea más interesante o, al menos, más atractivo para todos aquellos que estén dispuestos a invertir en él, si se configuran prestaciones accesorias a cargo del cocinero, al estar la sociedad más personalizada y aumentar las obligaciones asumidas por los socios.

Cuando se pretenda captar financiación para una sociedad de nueva creación, el proceso se puede acelerar si se utilizan los sistemas de constitución por vía telemática⁴², sis-

⁴² La constitución telemática de sociedades limitadas se regula en el Real-Decreto-Ley 13/2010, de 3 de diciembre, con el fin de incrementar la inversión productiva. A su vez, la Ley 14/2013, de 27 de septiem-

tema previsto solamente para las sociedades limitadas ya que la inmensa mayoría de las pequeñas y medianas empresas se constituyen bajo esta forma societaria⁴³. Los socios fundadores pueden optar por la constitución de la sociedad de responsabilidad limitada con estatutos-tipo o sin estatutos-tipo, siendo la principal diferencia la mayor duración de los plazos en los casos de no utilizar estatutos-tipo. El modelo de estatutos-tipo en formato estandarizado⁴⁴ se emplea para la constitución de sociedades limitadas con capital social no inferior a 3.000 euros y sociedades limitadas de formación sucesiva. Sin embargo, no es recomendable en aquellas sociedades creadas con la finalidad de obtener financiación mediante operaciones de *equity crowdfunding*, ya que, como hemos explicado, el artículo 80 de la LFFE exige incluir en los estatutos cláusulas específicas que no están incluidas en los estatutos-tipo. Por tanto, la constitución de sociedades limitadas por medios telemáticos no es un impedimento en los casos en los que las sociedades pretenden obtener financiación mediante la emisión de participaciones con oferta pública de suscripción a través de una plataforma de financiación participativa, siempre y cuando se lleve a cabo sin estatutos-tipo, o si se utilizan los estatutos tipo, será necesario que se modifiquen posteriormente para incluir las menciones exigidas por el artículo 80 de la LFFE. En la práctica, esta fórmula ha tenido gran aceptación y está siendo cada vez más utilizada dados los avances tecnológicos y la implantación de la firma electrónica en muchos servicios.

4.2. El contrato entre el promotor y la plataforma de financiación participativa

Una vez la sociedad esté constituida, el promotor del proyecto que necesita financiación deberá ponerse en contacto con la correspondiente plataforma de financiación participativa para que evalúe con la debida diligencia si el proyecto cumple con los requisitos mínimos para poder ser presentado (art. 66 LFFE). Si el proyecto es aceptado, surge entonces un

bre, articula dos procedimientos de constitución telemática para sociedades limitadas en función de que se utilicen estatutos-tipo o no. La RDGRN de 19 de diciembre de 2012 (BOE 25 de enero de 2013) y de 8 de enero de 2018 (BOE 26 de enero de 2018) hacen referencia a este mecanismo.

⁴³ Cualquier otra sociedad que no tenga la forma de sociedad limitada no puede constituirse telemáticamente a través de un PAE (oficinas que permiten la tramitación telemática de la constitución de una sociedad e inicio de su actividad), sino que deberá realizar los diversos trámites para el inicio de su actividad mediante el documento único electrónico. Véase el artículo 17 de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre.

⁴⁴ Los estatutos-tipo se regulan en la Orden JUS/1840/2015, de 9 de septiembre, por la que se aprueba el modelo de escritura pública en formato estandarizado y campos codificados de las sociedades de responsabilidad limitada, así como la relación de actividades que pueden formar parte del objeto social y en el Real Decreto 421/2015, de 29 de mayo, por el que se regulan los modelos de estatutos-tipo y de escritura pública estandarizados de las sociedades de responsabilidad limitada, se aprueba modelo de estatutos-tipo, se regula la Agenda Electrónica Notarial y la Bolsa de denominaciones sociales con reserva.

contrato entre el promotor y la plataforma en el que se fijan todas las condiciones necesarias para lograr dicho objetivo de financiación.

La doctrina entiende que este contrato entre el promotor y la plataforma puede considerarse un contrato de comisión, de mandato o un simple contrato de mediación, aunque la mayor parte consideran que es un contrato de mediación⁴⁵. En mi opinión, se trata de un contrato de corretaje o mediación en el que el promotor encarga a la plataforma que le sirva de intermediaria en la conclusión de un negocio jurídico, realizando las gestiones necesarias para conseguir un acuerdo de voluntades encaminado a su realización a cambio de una retribución. Más concretamente, responde a la tradicional necesidad social de permitir de una forma más fácil la comunicación y aproximación de aquellos que solicitan financiación para llevar a cabo un determinado negocio jurídico con aquellos que ofrecen dicha financiación a cambio de un rendimiento.

El contrato refleja las obligaciones esenciales de cada parte. Por un lado, la plataforma de financiación participativa tiene la obligación, que más adelante analizaré con mayor detenimiento, de obtener y publicar la información sobre el promotor y el proyecto, debiendo asegurarse en todo momento de que dicha información sea concisa, clara y completa para permitir a un inversor alcanzar un juicio fundado sobre la inversión que se le propone⁴⁶. Esto es así porque la LFFE no exige en ninguno de sus preceptos que el promotor deba suministrar la información, por lo que, a la obligación de la plataforma de publicar la información, se le añade la obligación de obtener dicha información, si el promotor no la suministra *motu proprio*, y asegurarse de que es completa. Además, la plataforma está obligada al desarrollo, establecimiento y explotación de canales de comunicación para facilitar la contratación de la financiación entre inversores y promotores, así como a la transmisión a los inversores de la información que le sea facilitada por el promotor⁴⁷. También puede prestar servicios auxiliares como el asesoramiento en relación con el enfoque y la publicación del proyecto; el análisis de los proyectos de financiación participativa recibidos; servicios de difusión dirigidos a la ubicación privilegiada del proyecto en la página web o la publicación de un artículo sobre el proyecto en el blog de la plataforma; servicios *mentoring* para evaluar, revisar y asesorar el plan financiero del modelo de negocio con el fin de que el proyecto sea lo más atractivo posible; y servicios legales que permitan el acceso a los modelos de contrato comúnmente utilizados en los procesos de negociación y cierre con inversores, entre otros. En todos los casos, el contrato deberá fijar el precio de los distintos servicios ofrecidos a las empresas por parte de las plataformas, así como la comisión que recibirá el promotor en caso de éxito del proyecto.

⁴⁵ García-Pita y Lastres (2016) analiza de forma exhaustiva los distintos tipos de contratos con los que podría identificarse el contrato entre el promotor y la plataforma, llegando a la conclusión de que tiene especial relación con la naturaleza y las características del contrato de mediación.

⁴⁶ Véase Hernández Sainz (2015, p. 8).

⁴⁷ El artículo 51 de la LFFE establece todos los servicios que las plataformas de financiación participativa están obligadas a prestar, tanto a los promotores como a los inversores.

Por otro lado, el promotor tiene la obligación de proporcionar información exacta y veraz a la plataforma, independientemente de que lo haga directamente o a petición de la propia plataforma. En ningún momento se le exige que proporcione información completa, sino simplemente que la información no sea engañosa, pues son responsables de la información que proporcionan a la plataforma ex artículo 72 de la LFFE. Por tanto, se trata de una cuestión que deberá estar regulada con cierto detalle en el contrato que suscriban ambas partes, siendo imprescindible que el promotor asuma en el contrato un conjunto de obligaciones de suministro de información completa y veraz a la plataforma, de forma que el proyecto solo se publicará si el promotor ha cumplido previamente estos deberes⁴⁸.

También es conveniente que el contrato regule la responsabilidad por el suministro de información incompleta, errónea o falsa. Es una cuestión relevante sobre todo si tenemos en cuenta que el promotor no puede ser sancionado en vía administrativa, aunque la información engañosa haya sido suministrada por él⁴⁹.

Otra cuestión que en la práctica suscita problemas en relación con este tipo de contratos es la posibilidad de que las condiciones y los requisitos exigidos por la propia plataforma sean excesivos, de forma que el promotor, una vez realizado parte del procedimiento, se niegue a seguir adelante y firmar el contrato. La LFFE solo regula la relación de la plataforma con el inversor, pero nada se dice del contrato entre la plataforma y el promotor. Por tanto, sería conveniente que se estableciese una regulación al respecto con unos requisitos mínimos, ya que de la plataforma depende, en muchas ocasiones, el éxito o el fracaso de un proyecto de financiación.

4.3. La oferta de suscripción a través de la plataforma y la garantía de la debida transparencia

La formalización del contrato entre el promotor y la plataforma de financiación participativa conlleva la publicación del proyecto en la plataforma y la posterior oferta de suscripción de participaciones todavía no creadas, debiendo garantizarse en todo momento la transparencia exigida en la normativa. La LFFE establece en los artículos 70 a 73 sus propias reglas de transparencia, debiendo incluir también, al tratarse de *crowdfunding* de inversión, las contenidas en los artículos 78 y 79 de la LFFE. No obstante, debe quedar claro que el sistema establecido en la propia LFFE parece querer garantizar la máxima transparencia, recayendo las obligaciones únicamente sobre la plataforma y no sobre el emisor.

⁴⁸ Las obligaciones del promotor deberán estar claramente determinadas en el contrato entre el promotor y la plataforma según Hernández Sainz (2015, p. 8).

⁴⁹ Para más información sobre la regulación de la responsabilidad por el suministro de información engañosa, véase Hernández Sainz (2015, pp. 8 y ss.).

Por tanto, los deberes de transparencia se cumplen gracias a las obligaciones de difusión de información que recaen sobre la plataforma de financiación participativa. En primer lugar, la plataforma está obligada a publicar toda la información que considere relevante sobre el promotor o el proyecto, incluyendo tanto una descripción del proyecto (art. 70.1 LFFE) como otras informaciones sobre el promotor que emite las participaciones y sobre la propia oferta, recogida en los artículos 78 y 79 de la LFFE. También le corresponde a la plataforma diseñar cómo se presenta toda esta información, de manera que se cumplan las exigencias establecidas en la ley sobre la descripción del proyecto de forma concisa y la utilización de un lenguaje no técnico. Pero, además, la plataforma deberá publicar toda otra información relevante que obre en su poder sobre el proyecto o los promotores (art. 71.2 LFFE), independientemente de si la ha obtenido la plataforma por sí misma o se la ha entregado el promotor o un tercero. Se entiende por relevante toda la información que permita adoptar decisiones sobre la inversión propuesta con un conocimiento suficiente sobre el proyecto o el promotor, de forma que la información es relevante si de haber sido conocida con antelación, hubiese influido en la decisión adoptada por el inversor sobre la inversión propuesta⁵⁰.

También está obligada a publicar en un lugar fácilmente visible de la página web cualquier información, sea o no relevante, que intercambie el promotor con inversores potenciales a través del canal de comunicación habilitado por ella, de forma que sea accesible al resto de inversores potenciales (art. 72.1 LFFE). Hernández Sainz entiende que para que se cumpla esta obligación, lo más sencillo sería proporcionar en la página web un enlace al canal de comunicación facilitado por la plataforma (por ejemplo, un chat o foro) en el que se incluya la información sobre ese concreto proyecto.

El artículo 72.2 de la LFFE determina otras informaciones que la plataforma debe publicar y actualizar diariamente en su página web, como el estado de participación en el proyecto, el porcentaje de la financiación que haya sido asumida por los inversores que tengan la condición de acreditados y por la propia plataforma, así como la finalización del plazo establecido para la inversión. Además, la plataforma deberá conservar la información recibida y publicada sobre un proyecto durante un plazo no inferior a 12 meses desde el momento en el que se consiga el objetivo de financiación (art. 72.3 LFFE).

En relación con los requisitos mínimos de información de los artículos 78 y 79 de la LFFE, la plataforma deberá asegurarse de que posee todos los datos exigidos en estos preceptos, debiendo determinar también si dispone de toda la información relevante necesaria para los inversores. En los casos en los que falte dicha información, la plataforma deberá requerirla al promotor o, por el contrario, obtenerla de otras fuentes, asegurándose en todo

⁵⁰ Moreno Serrano (2016, apartado III) y Hernández Sainz (2015, p. 8) ofrecen un concepto más amplio de información relevante.

momento de que la información que va a publicar es cierta⁵¹. Todo ello implica que sobre el emisor pesa un deber de proporcionar a la plataforma la información que esta le solicite, siendo esta última la verdadera garante de la debida transparencia. Esto se deduce del artículo 89 de la LFFE al contemplar la imposición de sanciones por incumplimiento de los deberes de transparencia únicamente a la plataforma y, en ningún caso, al promotor, así como de la redacción del artículo 92 de la LFFE que regula las infracciones, recalándose en la mayoría de las conductas que el autor ha de ser la plataforma. No obstante, a pesar de ser la plataforma quien responda administrativa y civilmente en todo momento por el incumplimiento de dichos deberes, esta podrá reclamar posteriormente al promotor en el plano contractual si fue él el responsable del incumplimiento⁵².

Parece evidente el acierto de la regulación con respecto a la garantía de transparencia al imponer a las plataformas amplios deberes de información. Sin embargo, hay ciertos aspectos mejorables en relación con los deberes de difusión de información sobre determinados proyectos de inversión y con los mecanismos de garantía del cumplimiento de los deberes de transparencia⁵³. Por un lado, los artículos 70 y 71 de la LFFE no indican de forma detallada si la información a la que se refieren los artículos 78 y 79 de la LFFE es suficiente o si debe exigirse más información relevante, lo que conllevaría un aumento de los costes de emisión, dificultando el desarrollo del nuevo mercado. En mi opinión, creo que este aspecto debería regularse en el contrato entre el promotor y la plataforma de financiación participativa como una posible solución a la falta de claridad que proporciona la ley. Así, las plataformas ofrecerían mayores garantías de información, lo que implicaría a su vez una mayor transparencia frente a los inversores. Por otro lado, considero necesario que pueda sancionarse también a los emisores, ya que en los casos en los que la información engañosa ha sido suministrada por el promotor, debiera ser también responsable y no solamente la plataforma, cuya obligación principal es la publicación de información completa y no la comprobación de que la información sea correcta.

4.4. La aceptación de la oferta de suscripción y el contrato de inversión

4.4.1. La aceptación de la oferta de suscripción

La aceptación de la oferta de suscripción de las nuevas participaciones emitidas por la sociedad limitada se lleva a cabo mediante la contratación electrónica, por lo que surte los mismos

⁵¹ Véase Hernández Sainz (2015, p. 7).

⁵² En los casos en los que el promotor incumpla las obligaciones del contrato, la plataforma podrá exigirle una indemnización. Véase, en este sentido, Hernández Sainz (2015, p. 8).

⁵³ Hernández Sainz (2015, p. 11) hace referencia a estos dos aspectos claramente mejorables de la LFFE, ofreciendo su opinión al respecto.

efectos entre las partes que la contratación tradicional en soporte papel⁵⁴. Con carácter previo al inicio del procedimiento de contratación, en los términos y condiciones contractuales entre el inversor y la plataforma de financiación participativa deben constar también los requisitos generales a que, en su caso, deba sujetarse la aceptación de la oferta, de manera que estas puedan ser almacenadas y reproducidas por los inversores. Generalmente, la aceptación de la oferta por parte de los inversores se efectúa por medio de un correo electrónico o por medio de la cumplimentación de formularios exhibidos en la página web de la plataforma de financiación participativa. Mediante estas fórmulas, los inversores otorgan a la propia plataforma un mandato o encargo para que esta formalice en su nombre la suscripción de participaciones sociales en los términos del artículo 51.3 de la LFFE. Por tanto, la plataforma de financiación participativa es la encargada de comprobar que el acuerdo de voluntades reúne a un número de inversores suficiente para alcanzar o superar la cantidad de financiación necesaria para el proyecto publicado, así como de plasmar la voluntad de las partes en documento escrito, el cual debe ser firmado tanto por el representante de la plataforma como por el promotor⁵⁵.

Además, la plataforma tiene la obligación de confirmar la recepción de la correspondiente aceptación mediante el envío de un acuse de recibo por correo electrónico u otro medio de comunicación electrónica equivalente a la dirección que el aceptante haya señalado, en el plazo de 24 horas siguientes a la recepción de la aceptación, o por un medio equivalente al utilizado en el procedimiento de contratación. La confirmación de dicha recepción no será necesaria cuando la plataforma y los inversores así lo acuerden, o cuando el contrato se haya celebrado exclusivamente mediante intercambio de correo electrónico u otro tipo de comunicación electrónica equivalente⁵⁶.

4.4.2. El contrato de inversión

Las partes que forman parte del contrato de inversión son el promotor y los inversores, relacionándose única y exclusivamente a través de la plataforma de financiación participativa, que es quien les proporciona toda la información necesaria para que los inversores tomen la decisión de invertir. Concretamente, se trata de un contrato mercantil y electrónico⁵⁷ por el cual los inversores se comprometen a suscribir participaciones de una sociedad limitada, convirtiéndose en socios, en las condiciones estipuladas en dicho contrato a través de los canales de comunicación establecidos por la plataforma de financiación participativa.

⁵⁴ La contratación por vía electrónica se encuentra regulada en los artículos 23 a 29 de la Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico.

⁵⁵ Véase Delgado Larena-Avellaneda (2016, apartado VIII).

⁵⁶ El artículo 28 de la Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico declara la obligación del oferente a confirmar la recepción, así como los supuestos en los que no es necesaria dicha confirmación.

⁵⁷ La consideración de contrato electrónico es ofrecida por García-Pita y Lastres (2016, p. 63).

El contrato tiene por objeto establecer ciertos pactos y condiciones vinculantes para los socios entre sí, y en particular: los derechos y obligaciones de las partes en cuanto socios de la sociedad, el funcionamiento interno de la sociedad y los mecanismos de transmisión de las participaciones de la sociedad. Además, el contrato debe incluir en todo momento el número de inversores que van a suscribir el aumento de capital del promotor, el número de participaciones sociales que van a desembolsar, su valor nominal, y, en su caso, la prima de asunción, así como las diferentes etapas que se irán produciendo hasta que la inversión realizada se materialice finalmente en la atribución de las participaciones sociales previamente acordadas. El contrato incluye también cláusulas generales relativas al incumplimiento, la confidencialidad, el conflicto con los estatutos sociales, entre otras, así como todas las demás condiciones y características que las partes consideren oportunas.

Además del contrato, la plataforma entrega a los inversores otros documentos legales y pactos para que puedan comprobar si se ajustan o no a sus intereses. Algunos ejemplos de estos documentos son la propuesta de inversión, en la que se informa sobre la confidencialidad y el posible riesgo, la carta de intenciones y el plan de desinversión, que hace referencia al reparto de dividendos y a la transmisión de las participaciones que la sociedad haya pactado en sus estatutos. En la práctica, se observa también la entrega de documentos conteniendo propuestas de pactos de sindicación entre los futuros inversores, de forma que los nuevos socios inversores firmantes del pacto se obliguen a ejercer sus derechos de voto en las juntas generales de la sociedad en el sentido que determine la Asamblea de Sindicados. Esto último tiene especial relevancia en aquellos proyectos en los que el número de inversores es muy elevado, suscribiendo cada uno de ellos participaciones de reducido valor nominal en el capital social de la sociedad y teniendo derecho a asistir y votar en las juntas generales. Por ello, a los socios iniciales les interesa que los socios inversores sindiquen su voto, para que su postura a efectos de negociación y gestión de la empresa sea una.

Tanto el contrato como los documentos legales y pactos son transmitidos a los inversores para que puedan revisarlos antes de formalizar el contrato una vez estos hayan realizado una expresión de interés hacia el proyecto, introduciendo la cantidad que desean invertir⁵⁸. Esta transmisión se realiza por medios electrónicos, quedando plasmados a través de las soluciones tecnológicas que la plataforma ha implementado anticipadamente. De esta forma, la plataforma establece distintos canales de comunicación que permiten el contacto directo entre las partes, facilitando la contratación de la financiación entre inversores y promotores (art. 51.1.b LFFE). Asimismo, dicho soporte tecnológico debe permitir, además de la comunicación, la grabación, registro y almacenaje en la plataforma de las declaraciones de voluntad que cons-

⁵⁸ Esto puede observarse en algunas de las plataformas de *equity crowdfunding* más famosas como Crowdcube y Socios Inversores.

tituyen la base y fundamento del contrato⁵⁹. Por tanto, una vez que la empresa haya alcanzado la cuantía de financiación prevista, la plataforma cierra la ampliación de capital y es entonces cuando la empresa procede a adoptar el acuerdo de aumento de capital. En los casos en los que la empresa no alcance el objetivo de financiación, el proyecto se cierra y el dinero que habían depositado los inversores que habían aceptado la oferta de suscripción les será devuelto.

4.5. Creación de las nuevas participaciones

4.5.1. Aumento de capital

El aumento de capital es una de las principales etapas del proceso de *crowdfunding* de inversión, que se lleva a cabo a través de la emisión de participaciones con oferta pública de suscripción por una sociedad limitada a través de una plataforma de financiación participativa. Su importancia en dicho proceso deriva de la creación de nuevas participaciones sociales, de forma que los inversores que inviertan en un proyecto concreto suscriban participaciones de la sociedad, esperando que en el futuro su valor se incremente y puedan así obtener beneficios mediante el cobro de dividendos o vendiendo sus participaciones por un mayor valor. Por tanto, al tratarse de una operación de *equity crowdfunding*, la creación de nuevas participaciones deberá realizarse con cargo a nuevas aportaciones dinerarias. En mi opinión, sería conveniente también que la ampliación de capital se realizase con prima de emisión, de forma que el socio o los socios iniciales no pierdan el control una vez que entren nuevos socios a la sociedad, garantizando el éxito del proyecto. Además, al estar excluido el derecho de preferencia de los socios ya existentes, como posteriormente analizaré, con más razón deberá imperativamente acordarse la prima.

Este aumento de capital conlleva una modificación de los estatutos de la sociedad que, como regla general, requiere de acuerdo por la junta general con los requisitos establecidos para la modificación de los estatutos (art. 296.1 LSC) y es ejecutado por los administradores. La propuesta de aumento del capital pueden realizarla los administradores, supuesto más habitual o, también uno o varios socios, debiendo redactar el texto íntegro de la modificación propuesta. A continuación procederá el órgano de administración a convocar a la junta. El anuncio de la convocatoria de la junta debe expresar de forma clara y concisa los extremos que hayan de modificarse, así como hacer constar el derecho que corresponde a todos los socios de examinar en el domicilio social el texto íntegro de la modificación propuesta (art. 287 LSC). En las sociedades limitadas, para que se lleve a cabo la adopción del acuerdo es necesario el voto favorable de más de la mitad de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social, con base en el artículo 199 a) LSC. Con respecto a la fase de ejecución, esta tiene lugar una vez se haya formalizado el contrato de suscripción de parti-

⁵⁹ Véase Delgado Larena-Avellaneda (2016, apartado VII).

cipaciones sociales. La ejecución supone la suscripción de las nuevas participaciones, acompañada del oportuno desembolso de la aportación comprometida en la forma y plazo previstos en el acuerdo de aumento de capital o en las condiciones fijadas en su caso por el órgano de administración, así como la adjudicación de las nuevas participaciones sociales. No hay especialidades en la adopción y ejecución del acuerdo por el hecho de que sirva de sustento a una captación de fondos del público a través de una plataforma de financiación participativa.

En los casos en los que la sociedad limitada fuese de formación sucesiva, a pesar del mayor riesgo que comporta en las operaciones de *equity*, el capital suscrito deberá estar íntegramente desembolsado. Además, una vez realizado el aumento de capital superándose el umbral mínimo necesario para constituir una sociedad limitada, dejaría de ser considerada una sociedad de formación sucesiva y, por tanto, dejarían de aplicarse las cautelas y normas especiales que impone el artículo 4 bis de la LSC a este tipo de sociedades.

Una cuestión que plantea dudas es si la adopción del acuerdo de aumento de capital debe realizarse antes de publicar el proyecto en la plataforma o si, por el contrario, debe realizarse después de haberlo publicado, ya que no existe una previsión en la LFFE sobre el momento de su adopción. Desde el punto de vista de los promotores, entiendo que les interesa más llevar a cabo la adopción del acuerdo después de haber publicado el proyecto en la plataforma y haber obtenido adhesiones suficientes a su propuesta, evitando así asumir los costes derivados de dicha ampliación si la captación de financiación resulta fallida. De este modo, la sociedad puede prever con mayor exactitud el número de inversores interesados en financiar el proyecto, así como determinar con seguridad el número y el valor de las participaciones que van a emitirse, sin riesgo a no percibir la cantidad del objetivo de financiación fijada en la página web. Esto tiene todavía más sentido si tenemos en cuenta que, en ocasiones, la plataforma puede no aceptar el proyecto una vez adoptado el acuerdo de aumento, lo que implicaría también un gasto de dinero y tiempo. Desde el punto de vista de los inversores, estos cuentan con una garantía al estar las condiciones del aumento de capital fijadas en el contrato entre el promotor y la plataforma que hace de intermediaria, comprometiéndose el promotor a cumplir dichas condiciones en todo momento. Además, el inversor cuenta con un período de revisión de los documentos legales anterior a la adopción de una decisión definitiva de participación en el proyecto y a la transferencia del dinero. Por tanto, no tiene ningún sentido que el acuerdo de aumento de capital se adopte antes de publicar el proyecto en la correspondiente plataforma.

4.5.2. Exclusión del derecho de suscripción preferente

En los aumentos de capital social con emisión de nuevas participaciones con cargo a aportaciones dinerarias, cada socio tiene derecho a asumir un número de participaciones sociales proporcional al valor nominal de las que posea (art. 304.1 LSC). No obstante, este derecho puede excluirse por la junta general al acordar el aumento de capital social en los casos en que el interés de la sociedad así lo exija, de acuerdo con el artículo 308 de la LSC.

Se entiende por interés de la sociedad el interés del conjunto de los socios, atendiendo a circunstancias determinadas de cada sociedad y del aumento de capital, debiendo perseguirse, en todo caso, una finalidad concreta que sea beneficiosa para la empresa⁶⁰. En el *crowdfunding* de inversión, la justificación de dicha exclusión se debe principalmente a la apertura de nuevas oportunidades para la sociedad con la entrada de nuevos socios, siendo incompatible el derecho de preferencia con la obtención de financiación mediante una operación de este tipo⁶¹. Por tanto, la exclusión del derecho de suscripción preferente deberá constar en la propuesta de modificación de estatutos por aumento de capital mediante la emisión de nuevas participaciones. No obstante, no hay que olvidar que, además de figurar en la proposición de modificación de los estatutos por cada aumento de capital que se lleve a cabo, los propios estatutos sociales pueden regular dicha exclusión, pactando requisitos más severos que los previstos legalmente. Esto implicaría un reconocimiento de la prevalencia del interés social sobre el interés particular de los socios.

En general, para que el acuerdo de exclusión del derecho de preferencia sea válido, será necesario además que se den las circunstancias del artículo 308.2 de la LSC. En primer lugar, los administradores deben elaborar un informe en el que especifiquen el valor de las participaciones y se justifiquen detalladamente la propuesta y la contraprestación a satisfacer por las nuevas participaciones. En segundo lugar, la convocatoria de la junta deberá incluir la propuesta de supresión del derecho de preferencia, el tipo de creación de las nuevas participaciones sociales y el derecho de los socios a examinar en el domicilio social el informe o los informes a que se refiere el número anterior, así como a pedir la entrega o el envío gratuito de estos documentos. En tercer lugar, el valor nominal de las nuevas participaciones, más, en su caso, el importe de la prima, debe corresponderse con el valor real atribuido a las participaciones en el informe de los administradores.

Para su adopción en las sociedades limitadas, es necesario el voto favorable de, al menos, dos tercios de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social (art. 199.b LSC), siendo la mayoría exigida superior a la que se exige para el aumento de capital.

4.6. La ejecución del negocio de suscripción y desembolso del capital

La formalización del contrato se lleva a cabo mediante la celebración del contrato de suscripción de participaciones sociales con el promotor. La encargada de llevar a cabo

⁶⁰ Gardeazábal del Río (2016, apartado III) analiza en profundidad el interés de la sociedad al que hace referencia la LSC en su artículo 308.

⁶¹ Moreno Serrano (2016, apartado III) indica la incompatibilidad del derecho de suscripción preferente con las operaciones de *equity crowdfunding*.

dicha formalización es la plataforma de financiación participativa, estando habilitada para realizar todos aquellos actos que sean necesarios para que la suscripción de participaciones sociales quede reflejada a través de un documento privado dirigido a un futuro aumento de capital por el promotor. Así pues, la plataforma formaliza el acuerdo de voluntades previo, reuniendo las distintas voluntades transmitidas por los inversores en sus canales de comunicación y gestionando los datos asociados a las mismas, para posteriormente incorporarlas en el contrato de suscripción de participaciones que deberá firmar el promotor⁶².

El contrato puede entonces comenzar a surtir efectos, debiendo proceder a la ejecución del acuerdo de ampliación de capital, conforme a los artículos 78 y 312 de la LSC. Los inversores asumen las nuevas participaciones sociales como manifestación de la previa aceptación de la oferta de suscripción, que implica la voluntad de adherirse a la oferta de la sociedad e ingresar en ella al adquirir un número determinado de participaciones sociales procedentes del aumento de capital. Además, los inversores están obligados a hacer su aportación desde el momento mismo de la suscripción, según lo dispuesto en el artículo 312 de la LSC. Este artículo precisa que el momento inicial del plazo para realizar el desembolso del capital suscrito es la suscripción de las participaciones sociales. No obstante, el acuerdo de aumento de capital puede fijar un plazo distinto para realizar la suscripción y otro para el desembolso, de forma que ambos actos se separan temporalmente, quedando la ejecución del desembolso al arbitrio de la sociedad.

El desembolso del capital suscrito por parte de los inversores se realiza bien por medio de entidades habilitadas por las leyes para prestar servicios de pago, o bien por la propia plataforma de financiación participativa en los casos en los que estuviera autorizada como una entidad de pago híbrida (art. 52.1.b LFFE). En los casos en los que sea una entidad la que preste los servicios de pago a la plataforma, esta última debe notificarle la formalización del contrato con el fin de que dicha entidad deje de retener las cantidades aportadas por los inversores para financiar el proyecto⁶³ y proceda a ingresarlas en una cuenta a nombre de la sociedad promotora en concepto de desembolso del capital suscrito.

El desembolso del capital con anterioridad al acuerdo de ampliación del capital social no es posible en este tipo de operaciones, constando los fondos aportados por los inversores en el patrimonio de la sociedad sin que se hayan llevado a cabo los actos jurídicos necesarios para convertirlos en capital social. La naturaleza y el fin del *equity crowdfunding* es la búsqueda de financiación como atribución al capital social y no la atribución patrimonial a título de préstamo o como aportación suplementaria al patrimonio.

⁶² Para más información sobre la formalización del contrato por parte de la plataforma, véase Delgado Larena-Avellaneda (2016, apartado VIII).

⁶³ Véase Delgado Larena-Avellaneda (2016, apartado VIII).

4.7. La inscripción del aumento de capital en el Registro Mercantil

Una vez ejecutado el acuerdo de aumento del capital social y realizadas las correspondientes aportaciones, los administradores deberán dar nueva redacción a los estatutos sociales a fin de recoger en los mismos la nueva cifra de capital social (art. 313 LSC). Asimismo, el acuerdo de aumento de capital y su ejecución deberán constar en escritura pública, así como inscribirse simultáneamente en el Registro Mercantil, con base en el artículo 315.1 de la LSC.

La escritura de ejecución del aumento debe expresar los bienes y derechos aportados y, al realizarse por creación de nuevas participaciones sociales, la identidad de los inversores a quienes se hayan adjudicado, la numeración de las participaciones atribuidas, así como la declaración del órgano de administración de que la titularidad de las participaciones se ha hecho constar en el libro-registro de socios (art. 314 LSC). Es posible que el aumento de capital y su ejecución se documenten en dos escrituras separadas o una sola. En cuanto a la inscripción en Registro Mercantil, deberá realizarse en el plazo de seis meses desde que se abrió el plazo de suscripción. Posteriormente, el registrador mercantil remitirá de oficio de forma telemática, y sin coste adicional alguno, el acuerdo inscrito para su publicación en el BORME (art. 290.1 LSC). En los casos en los que la inscripción no se realice en el plazo determinado, las participaciones serán intransmisibles.

Considerando que la ampliación de capital se haya elevado a público, el dinero será transferido a la cuenta del promotor. De esta forma, el proceso de emisión de participaciones con oferta pública de suscripción por la sociedad a través de una plataforma de financiación participativa finaliza con éxito. La sociedad que consigue la recaudación de fondos puede entonces lanzar su proyecto empresarial joven, pudiendo los inversores recuperar la cantidad aportada si la empresa tiene éxito en su desarrollo.

5. Conclusiones

El *crowdfunding* es un nuevo sistema de financiación participativa cada vez más utilizado por numerosas empresas de nueva creación o en fase de expansión cuyo objetivo principal es la captación de fondos para un determinado proyecto. Se trata de una alternativa de financiación que, a diferencia de otras, permite la obtención de información para saber la aceptación que tendrá un proyecto en el mercado incluso antes de llevarlo a la práctica, además de ofrecer una oportunidad para la recuperación de la economía española al existir una mayor posibilidad para poner en marcha distintas iniciativas empresariales que generan empleo.

La modalidad que ha logrado un mayor desarrollo e interés para las empresas en los últimos años es el *equity crowdfunding* a través de la emisión de participaciones sociales

con oferta pública de suscripción por parte de una sociedad de responsabilidad limitada, sustituyendo a las operaciones de captación de ahorro público en los mercados financieros. Es una de las dos modalidades de financiación que regula la LFFE, que consiste en la financiación de empresas nuevas y pequeñas empresas a cambio de capital por parte de amplios grupos de inversores. Destaca la sencillez, rapidez y transparencia de su configuración a través de una plataforma electrónica de financiación participativa, fácilmente accesible para cualquier persona, así como la obtención de fondos y la entrada de nuevos socios en la sociedad a través de una ampliación de capital con exclusión del derecho de preferencia.

La entrada en vigor de la LFFE permitió afrontar algunas debilidades del sistema financiero tradicional, siendo el correcto funcionamiento de este nuevo mercado y la protección de los inversores frente a posibles riesgos los principales objetivos que la normativa pretende garantizar. Para ello, establece distintos requisitos que deben cumplirse, como la autorización por la CNMV para que las plataformas puedan ejercer su actividad, los límites a la inversión y los amplios deberes de transparencia y medidas de información, jugando un papel esencial en la generación de confianza y la eficiencia del mercado. Sin embargo, se observan algunas deficiencias en la normativa que podrían ser objeto de mejora, así como determinados aspectos que carecen de regulación respecto a esta nueva herramienta de financiación.

Desde un punto de vista económico, la LFFE establece ciertos límites a la obtención de financiación a través de una plataforma, así como a la cantidad de financiación que puede ser invertida por cada inversor. En el primero de los casos, los límites máximos de captación de capital se vinculan a un proyecto de financiación en una plataforma, en vez de vincularse a un emisor, lo que tendría mucho más sentido. El límite a invertir por parte de los inversores tanto por proyecto como por plataforma al año tampoco es del todo acertado, teniendo en cuenta que la cantidad media aportada por la mayor parte de inversores en este tipo de operaciones supera dicho límite.

Desde un punto de vista jurídico, este nuevo mercado primario tiene la particularidad de la intervención de la plataforma de financiación participativa como encargada del análisis y selección de los proyectos que van a publicarse, así como de realizar funciones de intermediación entre promotores e inversores y de garantizar la máxima transparencia. Esta obligación de transparencia se cumple gracias a la imposición a la plataforma de distintos deberes de información y difusión en relación con su funcionamiento y los riesgos que podrían generarse para el inversor. No obstante, la LFFE no es clara en la redacción de los artículos 70 y 71, ya que no puede deducirse con seguridad cuándo la información se considera necesaria para permitir a un inversor medio un juicio fundado sobre la decisión de financiación del proyecto o si la información relevante exigida por la plataforma al promotor no es suficiente, debiendo exigirse más información. Una posible solución a esta cuestión sería que se regulase en el contrato entre el promotor y la plataforma de financiación participativa.



Las deficiencias que se observan en la LFFE en relación con los mecanismos de garantía del cumplimiento de los deberes de transparencia son todavía mayores. La única parte responsable de un incumplimiento de este tipo es la plataforma, pudiendo ser sancionado administrativamente por la CNMV. Esta sanción, desde mi punto de vista, debería ir dirigida también al emisor y no únicamente a la plataforma. De esta forma, se agilizaría el procedimiento, de forma que la plataforma no tendría que reclamar al promotor posteriormente en el plano contractual.

Los defectos de la normativa y otros aspectos importantes que carecen de regulación, como algunos relativos al proceso por el cual una sociedad limitada solicita financiación a través de la emisión de participaciones con oferta pública de suscripción a través de una plataforma, implican que esta ley tenga que complementarse en muchas ocasiones con el TRLMV y la LSC. A pesar de ello, el desarrollo que ha tenido esta vía de financiación ha sido magnífico, aprovechando las circunstancias económicas, sociales y políticas mundiales, y concretamente en España, para convertirse en una de las formas de financiación más utilizadas en los últimos años.

Referencias bibliográficas

- Ahlers, G., Cumming, D. J., Guenther, C. y Schweizer, D. (2 de diciembre 2013). Equity Crowdfunding. Recuperado de <<http://ssrn.com/abstract=2362340>>. doi: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2362340>>.
- Álvarez Royo-Villanova, S. (28 de mayo de 2014). La propuesta de regulación de la inversión en masa o *equity crowdfunding*. *La Ley*, 8320.
- Arce, O., López, E. y Sanjuán, L. (2011). El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales. *CNMV. Documentos de trabajo*, 52.
- Bartolacelli, A. (2016). Equity crowdfunding y empresas innovadoras en Italia. En Moreno Serrano (Coord.), *Crowdfunding: aspectos legales*. Cizur Menor: Thomson Reuters Aranzadi.
- Carrasco Perera, Á. (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*, 12, 185 a 197.
- Comisión Europea. (27 de marzo de 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, COM (2014) 172 final.
- Delgado Larena-Avellanada, J. (2016). La representación de los inversores por la plataforma de financiación participativa. En Moreno Serrano (Coord.), *Crowdfunding: aspectos legales* (capítulo 9). Cizur Menor: Thomson Reuters Aranzadi.
- Díaz Ruiz, E. (2016). Crowdfunding o financiación participativa. En C. Alonso Ledesma (Dir.), *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes* (pp. 649 a 668). Valencia: Tirant lo Blanch.
- Delgado Larena-Avellanada. (2016). La representación de los inversores por la plataforma de financiación participativa. En Moreno Serrano (Coord.), *Crowdfunding: aspectos legales*. Cizur Menor: Thomson Reuters Aranzadi.
- European Commission (8 de marzo de 2018a). *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions*. COM (2018) 109 final.
- European Commission (8 de marzo de 2018b). *Proposal for a regulation of the European Parliament and the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECPS) for Business*. COM (2018) 113 final.
- European Commission (30 de octubre de 2017). *Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*.
- European Crowdfunding Network and Osborne Clarke Germany. (Diciembre 2017). *Identifying market and regulatory obstacles to cross-border development of crowdfunding in the EU*. European Commission.
- García-Pita y Lastres, J. L. (2016). *Plataformas de financiación participativa y «financial crowdfunding»*. Valencia: Tirant lo Blanch.
- Gardeazábal del Río, F. (2016). La exclusión del derecho de preferencia. En Ballester Azpitarte (Coord.), *Tratado de sociedades de capital (tomos I y II)* (título VIII, capítulo II, sección 3.ª). Cizur Menor: Thomson Reuters Aranzadi.
- Gracia Labarta, C. (2014). Presente y futuro del *crowdfunding* como fuente de financiación

- de proyectos empresariales. *Revista Española de Capital Riesgo*, 1, 3 y ss.
- Hernández Sainz, E. (2015). 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*, 16.
- Hernández Sainz, E. (2016). Los límites de inversión como protección del inversor en *equity crowdfunding*. En C. Alonso Ledesma (Dir.), *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes* (pp. 985 a 1.036). Valencia: Tirant lo Blanch.
- IOSCO. (2014). Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast. *Staff Working Paper*, 3.
- Moreno Serrano, E. (2016). La instrumentalización del *crowdfunding* mediante la emisión de participaciones. En Moreno Serrano (Coord.), *Crowdfunding: aspectos legales* (capítulo 8). Cizur Menor: Thomson Reuters Aranzadi.
- Palá Laguna, R. y Cuervo Arango, C. (2014). Alternativas a la financiación bancaria en el nuevo régimen de fomento de la financiación empresarial: el acceso a los SMN y el tránsito a los mercados secundarios oficiales de valores. Las plataformas de financiación participativa. *Anuario Capital Riesgo*.
- Rodríguez de las Heras Ballel, T. (2014). Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) en el Proyecto de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: Concepto y funciones (1). *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 15.
- Serrano Acitores, A., (2016). Los pactos parasociales en el contexto del *equity crowdfunding*. En Moreno Serrano (Coord.), *Crowdfunding: aspectos legales* (capítulo 10). Cizur Menor: Thomson Reuters Aranzadi,
- Universo Crowdfunding. (2017). *Informe anual 2016*. Recuperado de <<https://www.universocrowdfunding.com>> (último acceso 26 de octubre de 2017).
- Zhang, B., Wardrop, R., Ziegler, T., Lui, A., Burton, J., James, A. y Garvey, K. (septiembre 2016). *Sustaining Momentum the 2nd European Alternative Finance Industry Report*. Cambridge Centre for Alternative Finance.