

EL CROWDFUNDING: RÉGIMEN JURÍDICO DE LA FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA EN LA LEY 5/2015 DE FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

Dra. Sandra Camacho Clavijo

Profesora agregada Derecho Civil

Universitat Autònoma Barcelona

Resumen: La reciente Ley 5/2015 de fomento de financiación empresarial tipifica el *crowdfunding* de préstamo y de inversión. El presente trabajo estudia el concepto de *crowdfunding*, el análisis del funcionamiento y naturaleza jurídica de la financiación participativa en cada una de las cuatro modalidades que existen (*Crowdfunding* de donación, *Crowdfunding* de recompensa, *Crowdfunding* de inversión, *Crowdfunding* de préstamo) y aborda finalmente el régimen jurídico del *crowdfunding* en la ley de fomento de la financiación empresarial

Palabras Clave: *Crowdsourcing*, *Crowdfunding*, *Crowdfunding* de donación, *Crowdfunding* de recompensa, *Crowdfunding* de inversión, *Crowdfunding* de préstamo, plataforma de financiación participativa, promotor, inversor.

Title: The Crowdfunding: Legal regime of the participative financing in the Law 5/2015 of promotion of business financing

Abstract: The recent Law 5/2015 of promotion of business financing typifies the equity crowdfunding and the lending crowdfunding. The present work studies the concept of crowdfunding, the analysis of the functioning and legal nature of the participative financing in each of the four modalities that exist (*donation based crowdfunding*, *reward based crowdfunding*, *equity crowdfunding based*, *lending crowdfunding*) and finally approaches in the legal regime of the crowdfunding in the promotion of business financing law.

Key words: Crowdsourcing, Crowdfunding, Donation Based Crowdfunding, Reward Based Crowdfunding, Equity Based Crowdfunding, Lending Crowdfunding, participative financing platform, project promoter, investor.

SUMARIO: 1.-EL CROWDSOURCING COMO ANTECEDENTE DEL CROWDFUNDING 2.- EL CROWDFUNDING: CONCEPTO Y SUJETOS 3.- LAS MODALIDADES DE CROWDFUNDING: 3.1. *Donation Based Crowdfunding o Crowdfunding* de donación; 3.2. *Reward Based Crowdfunding o Crowdfunding* de recompensa; 3.3 *Equity Crowdfunding based o Crowdfunding* de inversión; 3.4 *Lending Crowdfunding o*

crowdfunding de préstamo 4.-RÉGIMEN JURÍDICO DEL *CROWDFUNDING* EN LA LEY 5/2015 DE FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL: EL CONCEPTO LEGAL DE PLATAFORMA DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA (PFP) 4.1. La tipicidad legal de la PFP. 4.1.1. La autorización administrativa como presupuesto de identificación y acción; 4.1.2. Caracterización de la actividad de las PFP 4.1.3. Procedimiento de autorización administrativa de las PFP 4.2. Los sujetos en la PFP: inversor y promotor 4.2.1. El promotor de la PFP: concepto y régimen jurídico; 4.2.2. El inversor: concepto y régimen jurídico; 4.2.2.1. Tipología legal de los inversores en las PFP A1. Inversores "acreditados": concepto y disciplina A2. Los inversores "acreditados" por solicitud evaluada; A3.-Inversores no "acreditados": concepto y régimen jurídico positivo; 4.2.2.2. Régimen de manifestaciones del inversor sobre los riesgos de la inversión; 4.3.- El objeto de la PFP: los servicios de actividad de las PFP. 4.3.1. Servicios principales: noción y régimen 4.3.2. Servicios Auxiliares: noción y régimen

1. EL CROWDSOURCING COMO ANTECEDENTE DEL CROWDFUNDING

El "*crowdsourcing*" es la externalización de tareas de una empresa mediante una convocatoria abierta (*outsourcing*) para obtener la colaboración de un colectivo de personas o grupos de profesionales (*crowd*) en la realización de actividades relevantes para la producción¹. La ventaja que tiene este modelo de participación es que al ser una convocatoria abierta a un grupo indeterminado de personas, reúne a los más aptos para realizar la tarea propuesta o para solucionar los más complejos problemas, aportando ideas innovadoras.

La doctrina coincide en atribuir a Internet un papel relevante en el desarrollo del *crowdsourcing* ya que permite una vía de comunicación rápida entre las empresas y los particulares e incrementa la libre contribución de los usuarios en diferentes proyectos de interés². En efecto, Internet es el escenario de numerosos ejemplos de *crowdsourcing* o colaboración colectiva, por ejemplo la cooperación de los consumidores a propuesta de las empresas en el proceso de producción de nuevos productos, participando con su opinión o recomendación sobre éstos o sobre el diseño. Así gracias al *crowdsourcing* muchas empresas

¹ Aunque el término *crowdsourcing* es acuñado por primera vez por HOWE, Jeff; en el trabajo "The Rise of Crowdsourcing" en *Wired Magazine*, junio 2006, que identifica esta forma de colaboración nos basamos en la definición propuesta por Frank KLEEMANN and G. GÜNTER VOß, Kerstin RIEDER; "Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing" en *Science, Technology & Innovation Studies*, Vol. 4, No. 1, July 2008, p.6. que lo define de la siguiente forma: "*Crowdsourcing takes place when a profit oriented firm outsources specific tasks essential for the making or sale of its product to the general public (the crowd) in the form of an open call over the Internet, with the intention of animating individuals to make a [voluntary] contribution to the firm's production process for free or for significantly less than that contribution is worth to the firm.*"

² Ver Armin SCHWIENBACHER & Benjamin LARRALDE "Crowdfunding of small entrepreneurial ventures"; *Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press, 2012, p.369, Daren C. BRABHAM, 2008a "Crowdsourcing as a Model for Problem Solving: An Introduction and Cases," *Convergence: The International Journal of Research into New Media Technologies*, volume 14, number 1. p. 79, 80.

disminuyen el coste de desarrollo de nuevos productos ya que reducen su tiempo de prueba a la par que estiman el nivel de aceptación de los consumidores, de manera que las empresas pueden innovar más con el incremento de la percepción de novedad de sus productos. Otros ejemplos de *crowdsourcing* que encontramos en la Red son: la colaboración de terceros en un concurso *on-line* realizado por una empresa para elegir el mejor diseño para uno de sus productos (es el caso de la empresa de camisetas Threadless.com) y la colaboración de particulares con sus imágenes o vídeos en la creación de un stock de imágenes de una empresa que vende fotografías sin derechos de autor en Internet de forma que en el caso de que la imagen sea descargada por un comprador el fotógrafo cobre un 20% del precio (modelo seguido por la página web iStockphoto)³.

En el *crowdsourcing*, recursos como el talento, el conocimiento o la técnica son aportados desde una fuente colectiva externa, revelándose así la importancia que actualmente en la economía adquiere la cooperación e interacción de los grupos como fuente de recursos. El "procomún" colaborativo precede al mercado capitalista y al Estado representativo y es la forma más antigua de actividad autogestionada⁴. Sin embargo, su actual auge está sustentado en una participación masiva e igualitaria en Internet que está transformando la economía⁵.

2. EL CROWDFUNDING : CONCEPTO Y SUJETOS

En un sentido amplio definimos el *crowdfunding* como actividad de financiación colaborativa y colectiva en la que promotores de proyectos, mediante convocatoria abierta y pública solicitan y reciben financiación de particulares. Por tanto, la participación colectiva se traduce aquí en la puesta en común de recursos de financiación para apoyar proyectos iniciados por terceros⁶. Es la llamada financiación colectiva participativa en la que los particulares voluntariamente, mediante una aportación, financian medianas o pequeñas actividades empresariales que tienen mayor impacto en la mejora de su

³ Ver otros ejemplos de Crowdsourcing en Daren C. BRABHAM, 2008a. "Crowdsourcing as a Model for...", ob.cit. pp. 75-90.

⁴ Sobre el concepto de procomún, OSTROM, Elinor (Premio Nobel de Economía) sustenta la teoría de la administración económica de los bienes comunes y la organización de la cooperación. Este papel de cooperación de los colectivos en el pro común es analizado como fuente de administración de los bienes comunes en *El gobierno de los bienes comunes*, Fondo de Cultura Económica, Mexico, 2000, p.31

⁵ Ver RIFKIN, Jeremy; *La sociedad de coste marginal cero, El Internet de las cosas, el procomún colaborativo y el eclipse del capitalismo*, Espasa, Barcelona, 2014, sobre el cambio de paradigma del capitalismo al procomún colaborativo pág. 11 y ss, sobre el micromecenazgo, pág. 317.

⁶ Ver definición en ALVAREZ-ROYO VILANOVA, Segismundo; "La propuesta de regulación de la inversión en masa o equity crowdfunding" en *Diario La Ley*, nº 8320, 2013, p.4.

entorno, o participan en proyectos culturales o sociales que consideran buenas iniciativas, porque mejoran o transforman la sociedad⁷.

A diferencia de las entidades crediticias tradicionales, las plataformas de *crowdfunding* o de micromecenazgo actúan como intermediarias y no tienen intereses económicos en los proyectos que promocionan. Además este modelo de financiación se diferencia de otros, en que la toma de decisiones de inversión se desplaza a la colectividad, y ésta generalmente apuesta por el desarrollo. Por otra parte, como el riesgo de la inversión se distribuye entre un número elevado de participantes (llamados *crowdfunders*) que contribuyen en los proyectos con aportaciones de cuantía reducida, el riesgo de pérdida es limitado.

Internet ha supuesto un impulso para el *crowdfunding*, que ha encontrado en este canal de comunicación un modo rápido de interacción a través de plataformas *web* que ponen en contacto a los promotores con los particulares que quieran contribuir en la financiación de proyectos. La extraordinaria aceptación del *crowdfunding* se debe también a la crisis que atraviesa el mercado financiero. En efecto, debido a la inmovilización de los canales tradicionales de crédito, los emprendedores y empresas buscan fuentes alternativas para financiarse⁸. Así, las plataformas de *crowdfunding* aumentan considerablemente su presencia en Internet y se convierten en un nuevo y relevante instrumento de financiación para las medianas y pequeñas empresas pero también para los proyectos de interés cultural o social. Éste ha sido uno de los motivos por los que la reciente ley 5/2015 de 27 de abril de fomento de la financiación empresarial (BOE núm. 101, de 28 de Abril de 2015) (en adelante LFFE) regula por primera vez un régimen jurídico para las llamadas "plataformas de financiación participativa" (en adelante PFP): "*El título V establece por primera vez un régimen jurídico para las plataformas de financiación participativa, dando cobertura a las actividades comúnmente denominadas como «crowdfunding». Estas plataformas, que constituyen un novedoso mecanismo de desintermediación financiera desarrollado sobre la base de las nuevas tecnologías, han crecido de manera muy significativa en los últimos años. (Exposición de Motivos III...)*".

El *crowdfunding* se presenta como un concepto omnicompreensivo de cualquier forma de financiación colectiva participativa, que comprende diferentes manifestaciones que estudiaremos. Sin embargo en todas las modalidades, su

⁷ En este sentido CALDBECK, Ryan explica en "Why I left Private Equity...And started a Crowdfunding site", *Forbes*, 9-11-2012, que la dificultad de la financiación de pequeñas marcas locales de consumo fue uno de los motivos que le llevó a fundar CircleUp, plataforma de inversión colectiva en estas marcas. En la actualidad CircleUp es una plataforma de EquityCrowdfunding, que más potencial ha alcanzado en los EEUU, con sede en San Francisco, su objetivo es centrar las operaciones de inversión en empresas de consumo particularmente en las minoristas innovadoras.

⁸ Vid de las HERAS BALLEL; Teresa; "El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos", *Revista Pensar en Derecho*, nº 3, 2013, p.101 y ss.

funcionamiento requiere un entramado de relaciones jurídicas entabladas entre tres sujetos:

1. *Promotor*: La persona física o jurídica que busca financiación participativa para un proyecto y será receptor de las aportaciones obtenidas,
2. *Crowdfunders*: La persona, en su mayoría personas físicas pero también jurídicas, que ofrecen financiación, mediante una aportación particular cuyo destino es el proyecto de financiación participativa promocionado en la plataforma, y,
3. *Plataforma de financiación*: Es la empresa cuya actividad consiste en facilitar el contacto, a través de página web u otros medios tecnológicos, entre personas físicas o jurídicas que solicitan financiación para destinarlo a un proyecto de financiación participativa (*promotores*) y aquellas otras que ofrecen financiación (*crowdfunders*). Como nos revela la Exposición de Motivos de la LFFE estamos ante un novedoso mecanismo de “*desintermediación financiera*” ya que los intermediarios actúan como simples mediadores facilitando que los flujos financieros circulen directamente en la oferta y demanda de crédito.

De entre las relaciones jurídicas que conforman este esquema, plataforma-promotor, promotor-crowdfunder y *crowdfunder*-plataforma, la más relevante es la establecida entre *crowdfunder* y promotor, de forma que la clasificación de los tipos de *crowdfunding* se construye en función de cómo se articula esta relación.

3. LAS MODALIDADES DE CROWDFUNDING

Para clasificar los tipos de *crowdfunding* se utiliza el criterio de la retribución del *crowdfunder* y, en el caso de que exista, se ordena según el tipo de remuneración en que ésta consista⁹. En todas las modalidades, existe un contrato atípico de mediación entre el promotor y la plataforma tecnológica. En virtud de éste, la segunda se compromete a dar acceso y publicitar *on line* el proyecto del primero y facilitar la celebración del negocio jurídico (donación, compraventa o préstamo) que en cada modalidad configurará la financiación. Por su actividad mediadora, la plataforma cobra una comisión que consiste en un porcentaje sobre la suma obtenida.

Analizaremos brevemente la distinta función que tiene cada una de las cuatro modalidades de *crowdfunding* y el funcionamiento técnico de las mismas; así como la configuración jurídica contractual de la financiación.

⁹ Vid CARRASCO, Ángel; “La financiación participativa a través de plataformas de “Crowdfunding”, 19 de abril de 2014 en www.uclm.ws/centro/cesco, GRACIA LABARTA, Carolina; “Presente y futuro del crowdfunding como fuente de financiación de proyectos empresariales” en *Revista española de capital riesgo*, nº 1/2014, pp.3-19, de las HERAS BALLEL; Teresa; “El crowdfunding: una forma de...”, ob.cit. p.107.

3.1. Donation Based Crowdfunding o Crowdfunding de donación

a) Funcionamiento técnico de esta modalidad de crowdfunding

Este modelo de financiación colectiva es no lucrativo ya que el *crowdfunder* realiza una aportación sin recibir nada a cambio. Los promotores son generalmente asociaciones, ONGs... que utilizan este modelo para financiar proyectos de interés general (de ayuda social o humanitaria). Las plataformas tecnológicas median para recaudar fondos directamente de los particulares, poniendo a disposición del promotor el espacio en la página *web*, y los medios de gestión de cobro *on line* de las donaciones. Por otra parte, es la plataforma quien liquida la suma recaudada al promotor, normalmente a mes vencido, previo descuento de los siguientes costes: a) los financieros asociados a los servicios de gestión de pago seguro (pasarela de pago, o, en su caso, servicio de Pay Pal y el coste de las transferencias bancarias) y b) la comisión que la plataforma recibe por los servicios de gestión prestados consistente en un porcentaje sobre las aportaciones recibidas¹⁰.

b) Naturaleza jurídica de la financiación participativa

En este modelo, las aportaciones de los *crowdfunders* se realizan mediante donación. Nos encontramos ante una donación modal ya que junto al *animus donandi* o voluntario espíritu de liberalidad causa de toda donación, el donante impone al donatario destinar lo recibido a una determinada finalidad: la financiación del proyecto seleccionado en la plataforma *on line*. Por lo tanto, entendemos que en caso de incumplimiento de la carga, es decir que no se destinaren los fondos a la realización del proyecto, cabe exigir bien el cumplimiento forzoso, bien la revocación de la atribución realizada *sub modo* con la consiguiente devolución de lo donado (art 647.1 CC, 531-15 CCC)¹¹.

3.2. Reward Based Crowdfunding o Crowdfunding de recompensa

a) Funcionamiento técnico de esta modalidad de crowdfunding

Es el modelo de financiación colectiva más extendido, dirigido a financiar principalmente proyectos culturales, artísticos o creativos. En esta

¹⁰ En algunos casos nos hemos encontrado con plataformas que no reciben comisión alguna por ejemplo, migranodearena.org, es una plataforma de *crowdfunding* de donación ue permite financiar proyectos de ONG, tanto de atención sanitaria, campañas sanitarias de vacunación...etc), sin embargo otras plataformas de crowdfunding de donación como Igamundi, espacio para creadores musicales, recibe un 15% de comisión sobre el importe recaudado por cada contenido.

¹¹ MEDINA ALCOZ, María "El incumplimiento de la carga en la donación modal" en L.B.PÉREZ GALLARDO (coord.), *Contratos gratuitos*, Madrid, Reus, 2010, p. 145 y ss; GIMENO RIBES, Miguel; "Aproximación a la naturaleza jurídica del "crowdfunding" *Revista de Derecho Mercantil*, 291, enero-marzo, 2014, pág. 470,

modalidad se ofrece una recompensa al *crowdfunder* que realiza la aportación dineraria. Sin embargo, como el modelo de financiación que siguen estas plataformas es el llamado "todo o nada", durante el periodo de recaudación el *crowdfunder* no abonará la aportación y sólo lo hará si el proyecto alcanza, en plazo, el objetivo de financiación fijado por el promotor. En consecuencia, una vez finalizado el plazo establecido, existen dos posibles escenarios: 1º) Que no se haya recaudado el 100% del objetivo de financiación, en cuyo caso la aportación comprometida por el *crowdfunder* no llega a realizarse; y, 2º) Que se alcance el 100% del objetivo de financiación o éste se haya superado. En este caso, las aportaciones se abonan a través de la pasarela de pago de la que se sirve la plataforma; se realiza el cargo a la respectiva tarjeta de crédito del *crowdfunder* o en la cuenta bancaria vinculada a la tarjeta de débito, o en su cuenta de *Paypal*. Además, el servicio de pasarela de pagos transfiere la suma resultante de la campaña de financiación participativa a la cuenta del promotor del proyecto. De esta suma se descontará 1º) la comisión que percibe la plataforma de *crowdfunding* por los servicios de mediación por cuenta ajena prestados y 2º) la comisión percibida por la entidad que gestiona los servicios de pago¹².

La recompensa que recibe el *crowdfunder* puede consistir en bienes (culturales, artísticos) o en servicios (asistencia vip a un concierto..etc).

Por ejemplo se consulta una de las páginas de *crowdfunding* de recompensa más conocida llamada *Verkami*: uno de los proyectos llamado "Ilustradores a la mesa" es un proyecto solidario que busca dar a conocer a ilustradores españoles a través de la cocina y de sus gustos culinarios. *Si fueras una comida, ¿qué comida serías?* El proyecto, da a cada ilustrador, la posibilidad de elegir el plato elaborado que mejor le defina e ilustrando su pieza de vajilla correspondiente. Se pretende editar un libro (500 ejemplares) con todas las recetas y platos ilustrados y producir una vajilla de edición limitada con cada una de las ilustraciones. Además, se realizará una exposición en la que se pondrán a la venta todas las piezas elaboradas y los beneficios serán destinados a una labor social (comedores sociales, cocina económica, banco de alimentos...). Los compromisos de aportaciones van desde los 5 a los 3.000 euros, y las recompensas varían en función de la aportación: por aportación de 5 euros se obtienen agradecimientos en la página web y en el libro, por 10 euros agradecimientos +libro pdf; por 25 euros agradecimientos +ejemplar de libro, 40 euros agradecimientos +2 ejemplares de libros, 250 euros,

¹² Por ejemplo tomamos de ejemplo una página de *crowdfunding* como Verkami Verkami cobrará por los servicios (poner a disposición la plataforma y el asesoramiento) un 5% + IVA de lo que recaude el proyecto, a lo que deberá sumarse la comisión de la gestión de pagos emitida por la pasarela de pagos gestionada por una entidad bancaria, que es del 1,35% + IVA por la gestión de los pagos realizados por esta vía o en su caso si se habilita el pago mediante Paypal la oportuna comisión de este servicio. Ver en <http://www.verkami.com/>

agradecimientos+2 libros dedicados+poster+2 platos ilustrados de edición limitada.

b) Naturaleza jurídica de la financiación participativa

La principal cuestión jurídica que plantea el *crowdfunding* de recompensa es la naturaleza jurídica de la aportación realizada por el *crowdfunder*; si constituye una contraprestación (precio) de la recompensa ofrecida por el promotor.

1) Argumentos doctrinales a favor de la calificación de la relación promotor-crowdfunder como contrato de compraventa

La doctrina se postula a favor de calificar como contrato de compraventa la relación jurídica *crowdfunder-promotor*¹³ porque entiende existe correlación entre la cuantía aportada y el valor de la recompensa recibida. En efecto, se considera que se está ante un negocio jurídico oneroso, una compraventa, o un contrato de prestación de servicios, porque la aportación del *crowdfunder* es una contraprestación a la entrega de la recompensa (sea bien o servicio) por el promotor. Según esta teoría, en el supuesto de que la recompensa tenga un valor equivalente a la aportación realizada, ésta constituye el precio del producto o servicio que se abona como retribución. Por aplicación de este criterio: a) cuando el valor de la cosa no se corresponda con la cantidad aportada por el *crowdfunder* (una camiseta, un libro que resulte del proyecto...), estamos ante un contrato de compraventa (adquisición onerosa) por el valor de la recompensa y donación modal por el exceso de la aportación sobre el valor del bien o servicio recibido y b) en aquellos casos en los que el valor de la recompensa sea realmente reducido en relación con la aportación realizada (por ejemplo inferior al 5%) podría entenderse la concurrencia de dos donaciones cruzadas entre aportante y quien recibe la aportación.

A efectos fiscales se considera que el autor del proyecto o promotor deberá repercutir e ingresar a la Hacienda Pública el IVA derivado de la operación. En todo caso la localización del hecho imponible dependerá de si se trata de una entrega de bien (art 8 y 9 de la LIVA) o de la prestación de un servicio (arts 11 y 12 LIVA)¹⁴. Por otra parte, generalmente los productos en que consiste la recompensa son fabricados gracias a la financiación del proyecto, por lo que se considera se trata de una compraventa de cosa futura (*emptio rei sparatae*). Esta figura contractual es utilizada con frecuencia en otros sectores del mercado, como el inmobiliario, para la obtención de recursos

¹³ Ver de las HERAS BALLEL; Teresa; "El crowdfunding: una forma de...", ob.cit. p.109, SANZ GÓMEZ; Rafael; "Implicaciones tributarias del crowdfunding o financiación colectiva", *Revista Quincenal Fiscal*, nº 9, Aranzadi, 2015, (BIB 2015\1454), p.6; GRACIA LABARTA, Carolina "Presente y futuro del crowdfunding ...", ob.cit. pp.14.

¹⁴ Sobre la implicación de la fiscalidad indirecta en el *crowdfunding* ver SANZ GÓMEZ; Rafael; "Implicaciones tributarias...", ob.cit p.22,

económicos que permitan sufragar los costes de producción¹⁵. Esta modalidad contractual tiene por objeto una cosa que no existe pero se espera exista, de forma que el precio se paga cuando la cosa llegue a existir. No es así, sin embargo en el caso del *crowdfunding* en el que la aportación se abonará (exista o no la cosa) una vez el proyecto alcance la cuantía de financiación solicitada, por lo que, en el supuesto de que la cosa no exista, se califica de pago anticipado.

En el caso de pago anticipado surge la duda de cuándo se genera el IVA. La doctrina entiende que el IVA se genera en el momento de recibir la aportación siempre que se haya identificado la naturaleza del bien o servicio en que consiste la recompensa de conformidad con el art. 75.2 LIVA. A este respecto, la DGT considera que el bien o servicio sea identificado con precisión significa que se identifique la naturaleza del bien o servicio y se conozca el lugar de prestación del servicio. Así la DGT se pronuncia en este sentido en la cuestión vinculante V2456-11 cuya resolución se emite en fecha 17 de octubre de 2011, y en la que la entidad consultante quiere efectuar en España la distribución y venta de un producto denominado "cofre-regalo", en virtud del cual el adquirente o, en caso de posterior transmisión, el poseedor final del mismo, podrá acceder a alguno de los servicios que se le ofrecen (hostelería, restauración, ocio, etc.) en diversos centros asociados ubicados en España y/o el extranjero. La DGT recoge la doctrina del TJUE al transliterar la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 21 de febrero de 2006, BUPA Hospitals Ltd, Asunto C-419/02, en cuyos apartados 50 y 51 señala textualmente lo siguiente.: *"están sujetas al IVA las entregas de bienes y las prestaciones de servicios y no los pagos efectuados como contraprestación de éstas (véase la sentencia de 9 de octubre de 2001, Cantor Fitzgerald International, C-108/99, Rec. p.I-7257, apartado17). A fortiori, no pueden estar sujetos al IVA los pagos anticipados por entregas de bienes o prestaciones de servicios que todavía no estén claramente identificados"*

En el caso de que la cosa no llegue a existir, nacerá a cargo del promotor la obligación de devolver la suma entregada por el *crowdfunder* y además en caso de un incumplimiento doloso o culposo, de indemnizar también por los daños y perjuicios ocasionados.

2) *Crítica de la tesis dominante: la recompensa como donación remuneratoria*

Respecto a la tesis dominante de calificación jurídica de la relación *crowdfunder*-promotor como contrato de compraventa nos cuestionamos si actúa el sinalagma funcional propio del negocio jurídico oneroso que exige

¹⁵ Ver ECHEVERRÍA SUMMERS; Francisco; "El contrato de compraventa de vivienda sobre plano" en CARRASCO PERERA, Ángel; *Tratado de la Compraventa*, T.II, Aranzadi, Navarra, 2013, p. 1.103 y ss

que la atribución de cada parte actúe como correlativo de la otra¹⁶. Es decir, si existe una relación de causalidad entre el beneficio que cada parte recibe y el sacrificio que realiza (aportación-recompensa). En nuestra opinión la respuesta ha de ser negativa porque la aportación colaborativa del *crowdfunder* se realiza con ánimo de liberalidad, es una donación. En efecto, la aportación del *crowdfunder* no trae causa del valor de la recompensa que recibirá, sino de un voluntario espíritu de liberalidad, a su vez, espontáneo en cuanto no existe vínculo jurídico que determine su exigibilidad¹⁷. Por otra parte, es una donación modal pues se impone al donatario (promotor) que destine la aportación recibida al proyecto seleccionado y en el caso de que no se destinaren los fondos a la realización del proyecto, cabe exigir bien el cumplimiento forzoso, bien la revocación con la consiguiente devolución de lo atribuido (art 647.1 CC, 531-15 CCC).

A su vez, el promotor recompensa la aportación-colaborativa del *crowdfunder*, incorporando la voluntad remuneratoria a la causa gratuita del negocio y determinando que podamos calificarlo de donación remuneratoria (619 CC, 531-17 CC)¹⁸. En ésta: a) El fin de remunerar o premiar se eleva a la categoría de motivo causalizado de forma que, si falta el servicio o mérito que se pretende remunerar (la aportación) la donación será nula ex art 1275 CC por ser sin causa, (1274 CC y ss)¹⁹; y, b) El donante recompensa al donatario con lo que regala como muestra de agradecimiento por un servicio que sin debérselo le prestó o por un mérito del donatario y aunque no exista una relación onerosa si hay una relación de compensación, pues se dona en recompensa del servicio prestado (619 CC)²⁰. El concepto amplio de compensación se refiere tanto a premiar como a recompensar, es decir, tanto se remuneran los servicios prestados como se compensan los méritos del donatario (art 619 CC, art. 531-17 CCC).

Con relación a la recompensa ofrecida por el promotor, dado que es anunciada previamente en la *web*, podría interpretarse que se realiza antes de recibir el servicio que se remunera (la aportación) y en opinión de la doctrina pondría en duda la naturaleza jurídica de la donación remuneratoria en la que el servicio constituye el motivo de la donación y debe ser

¹⁶ DIEZ PICAZO, Luis; *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, T.I, Tecnos, Madrid, 1970, p.72, GETE-ALONSO, M^a del Carmen; "El contrato" en Manual de Derecho Civil, T.II, Marcial Pons, Barcelona, 1998, p. 546.

¹⁷ SERRANO DE NICOLÁS, A; "Donación entre vivos en el Código Civil de Cataluña" en LUCAS ESTEVE, A (dir), *Dret Civil Català, Drets reals. Possessió, propietat i situacions de comunitat*, vol IV, Bosch, Barcelona, 2015.

¹⁸ ROCA SASTRE, R.M.; "La donación remuneratoria", *Estudios Varios*, Madrid, 1988, p. 211

¹⁹ Ver ANDERSON, Miriam ; "La donación remuneratoria"; *La Ley*, 2000-I, 2 de febrero, p. 1704 y en "La donación remuneratoria en el Libro V del Código Civil de Cataluña, La notaria, nº 31-32, 2006, p.55.

²⁰ Ver ALBALADEJO, Manuel; DÍAZ ALABART, Silvia; *La donación*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2006, p. 392.

anterior²¹. Según nuestra opinión este argumento decae en el caso planteado porque: a) la publicación de la recompensa en la *web* constituye una promesa de donación por un servicio que se espera (la aportación colaborativa) b) el promotor sólo recompensa una vez recibe la aportación, es decir por un servicio ya prestado.

Las donaciones remuneratorias están sujetas a los mismos requisitos de forma que cualquier donación. Como el objeto donado por el promotor como recompensa es un bien mueble deberá hacerse por escrito, aunque también se admite la donación verbal siempre que el bien mueble se entregue simultáneamente (art. 632 CC, 531-12 CCC).

3.3. Equity Based Crowdfunding o Crowdfunding de inversión

a) Funcionamiento técnico de esta modalidad de crowdfunding

Es una de las modalidades del *crowdfunding* objeto de regulación por la reciente LFFE. Los promotores solicitan capital mediante la publicación de su proyecto empresarial, y los inversores a cambio de su aportación dineraria recibirán una participación en el capital de la sociedad promotora. La plataforma de *crowdfunding* recibe el plan de negocio, y lo revisa para publicarlo en la página *web* (generalmente selecciona los proyectos más rentables y rechaza los que no lo son). También asesorará a los promotores en la presentación del proyecto lo que incluye la colaboración de profesionales para realizar el diseño de la campaña de financiación y la publicidad en la página web de la plataforma y en otras páginas a través de *widgets* que ésta pone a disposición del promotor y que son aplicaciones o programas que ejecutan ventanas de presentación en otras páginas que pertenecen a gestores de fondos de inversión, a empresas de capital riesgo y demás inversores profesionales. Por estos servicios, la plataforma de *crowdfunding* cobrará una comisión sobre la cifra de la financiación obtenida.

El *crowdfunder* debe registrarse en la plataforma para poder participar mediante una aportación dineraria en aquellos proyectos que seleccione y a cambio obtendrá una participación en el capital de la sociedad promotora. Aunque los modelos de funcionamiento pueden variar, de las fuentes consultadas se concluye que la modalidad de financiación que siguen estas plataformas no es estrictamente de todo o nada sino que se considera óptimo el cierre de la campaña cuando se consigue, en el plazo de tiempo fijado (de 90 días por lo general), un mínimo del 90 % del objetivo propuesto, con posibilidad de conseguir hasta un 125 % respecto a su objetivo inicial (Ver plataformas como *Creoentuproyecto*, *Bizup* o *crowdcube*). Sólo si la empresa consigue el mínimo indicado, se envía la

²¹ BIONDI, "La donazione" en Vassali, *Trattato di Diritto Civile*, Tomo XII, Utet, Torino, 1961, p. 717, ROCA SASTRE, Ramón María; "La donación remuneratoria" ob.cit., p.211.

documentación legal a los inversores (Estatutos Sociales y pacto de socios) y transcurridos 7 días desde la recepción de los documentos (periodo de revisión), la pasarela de pago transfiere el dinero directamente a la cuenta bancaria del Notario que custodia los fondos hasta que los emprendedores se citan en la notaría para la elevación a público del acuerdo de ampliación de capital. En el caso de que la cifra objetivo de la financiación no se alcance en el periodo establecido, los compromisos de inversión de los *crowdfunders* quedan sin efecto.

b) Naturaleza jurídica de la financiación participativa

En este caso, a cambio de la contribución colaborativa, el *crowdfunder* recibe una participación en el capital social de la empresa promotora del proyecto. La aportación recibida por el promotor se trata como aportación de capital y el *crowdfunder* recibe una acción o participación en la sociedad con derecho a participar, en las condiciones legales y estatutarias establecidas, en los beneficios de la compañía (generalmente son acciones o participaciones sociales con dividendo preferente sin derecho a voto). Por tanto, son inversores que no participan en las decisiones de la empresa aunque la rentabilidad de su participación depende del éxito y acierto de estas decisiones. El *crowdfunder* puede comprobar en su portal privado de inversor la situación en la que se encuentran los diferentes compromisos de inversión que ha realizado: los proyectos que se encuentran en curso, los proyectos que han obtenido la financiación, los proyectos con documentación legal en curso...etc

3.4. Lending Crowdfunding o crowdfunding de préstamo

a) Funcionamiento técnico de esta modalidad de crowdfunding

Es la otra modalidad de *crowdfunding* regulada en la reciente LFFE. Es el *Crowdfunding* dirigido principalmente a financiar proyectos empresariales en el que la aportación, realizada por el *crowdfunder* en forma de préstamo, es reembolsada por el promotor del proyecto en los plazos previamente fijados y según el tipo de interés fijado. Sin embargo existen plataformas que se dedican a la financiación mediante préstamo que no implique el pago de interés alguno. Es el *social lending* que facilita el acceso al crédito a la población que no puede obtenerlo a través de canales tradicionales, adquiriendo entonces carácter de microfinanciación²².

En esta modalidad el *crowdfunder* deberá registrarse previamente en la plataforma y autorizarla para que, en su nombre y cuenta, gestione los fondos que prestará en diversos proyectos seleccionados. La relación queda

²² Ver de las HERAS BALLEL; Teresa; en "El crowdfunding...", ob.cit. p.112.

configurada como mandato de gestión de fondos, toda vez que el destinatario final de la financiación es el promotor²³.

Otra obligación relevante de la plataforma de *crowdfunding* de préstamo es realizar un riguroso estudio de riesgo de los promotores que solicitan financiación (PYMES o particulares) para asegurarse su solvencia y clasificar las operaciones en función del riesgo que ofrecen. Esta información sirve al *crowdfunder* para decidir su inversión y determina el tipo de interés de la operación y la rentabilidad esperada. Aunque la plataforma analice y fije un tipo de interés que protege la rentabilidad, no la garantiza y el *crowdfunder* invierte en préstamos que pueden ser o no devueltos ya que el riesgo de incumplimiento de devolución del préstamo es a cargo del prestamista. En consecuencia, la mayoría de préstamos a particulares tienen asociado un seguro que cubre el impago del préstamo en caso de fallecimiento, invalidez absoluta y permanente o incapacidad temporal.

b) Naturaleza jurídica de la financiación participativa

En esta modalidad la aportación realizada por el *crowdfunder* se realiza en forma de préstamo y es reembolsada por el promotor del proyecto en los plazos previamente fijados y según el tipo de interés pactado. El *crowdfunder* que elige un proyecto, transfiere (en concepto de provisión de fondos) la cuantía asignada a una cuenta bancaria titularidad de la plataforma mediadora, para que ésta, actúe en su nombre y representación y formalice con el promotor del proyecto el contrato de préstamo. A dichos efectos el *crowdfunder* otorga mandato a la plataforma mediadora en los términos más amplios posibles²⁴.

En tanto el contrato de préstamo no se otorgue, el mediador actuará como depositario de las provisiones y, una vez aquel se formalice, el *crowdfunder* recibirá un acta notarial certificando la inversión realizada. Además, la plataforma se encarga de gestionar el cobro del promotor las cuotas de amortizaciones del préstamo y pagar al inversor, e informar a ambas partes de la situación de sus préstamos o de su cartera de inversión, y en caso de impago gestionar el recobro, servicio que sólo algunas plataformas prestan.

4. RÉGIMEN JURÍDICO DEL CROWDFUNDING EN LA LEY 5/2015 DE FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL: EL CONCEPTO DE PLATAFORMA DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA (PFP)

La LFFE, según indica la propia exposición de motivos III, regula sólo aquellas "figuras en las que prime el componente financiero de la actividad o, dicho de otro modo, en las que el inversor espera recibir una remuneración dineraria por

²³ Vid CARRASCO, Ángel; "La financiación...", ob.cit. p. 2.

²⁴ Ver modelo de contrato de mediación en <http://crowd2b.com/como-funciona/>

su participación, dejando por tanto fuera del ámbito de esta norma al «crowdfunding» instrumentado mediante compraventas o donaciones”.

En efecto el título V de la LFFE, bajo la rúbrica “*Régimen Jurídico de las plataformas de financiación participativa*”, regula en sus cinco capítulos los requisitos de la financiación participativa instrumentada mediante la suscripción de determinados valores o la suscripción de préstamos. Así, la ley define las plataformas de financiación participativa (PFP) como “*empresas autorizadas, cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de página web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores*” (art.46 LFFE). Se regulan sólo las modalidades conocidas como *Equity Crowdfunding based* o *crowdfunding* de inversión y *crowdlending* o *crowdfunding* de préstamo ya que según el precepto quedan excluidas de esta definición “*las empresas que desarrollen la actividad prevista en el apartado anterior cuando la financiación captada por los promotores sea exclusivamente a través de: a) donaciones b) venta de bienes y servicios y c) préstamos sin intereses*”. De las modalidades estudiadas, no son objeto de regulación el *crowdfunding* de donación, el de recompensa, y el *social lending crowdfunding*.

4.1. La tipicidad legal de la PFP

4.1.1. La autorización administrativa como presupuesto de identificación y acción

El ejercicio de la actividad de la PFP exige una previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Se establece un sistema de autorización y registro que implica una reserva de actividad, porque: 1º) impide actuar como PFP a toda persona no autorizada, y; 2º) supone una reserva de denominación, porque sólo las entidades autorizadas incluyen en su denominación social el distintivo “plataforma de financiación participativa” o su abreviatura PFP: : “*Queda reservada a las plataformas de financiación participativa que hayan obtenido la preceptiva autorización y se hallen inscritas en el correspondiente registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la actividad prevista en el artículo 46.1 de esta Ley. 2. La denominación «plataforma de financiación participativa», así como su abreviatura «PFP» quedará reservada a estas entidades, las cuales deberán incluirlas en su denominación social.*” (art. 48 de la LFFE).

4.1.2. Caracterización de la actividad de las PFP

La actividad realizada por las PFP es una actividad: a) exclusiva porque sólo pueden desempeñarla las plataformas autorizadas y b)

excluyente porque éstas deben limitar su objeto social a las actividades reservadas para las PFP, sin que puedan ejercer “*actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión ni a las entidades de crédito*” (art. 52 LFFE).

4.1.3. Procedimiento de autorización administrativa de las PFP

Las PFP se someten a un procedimiento de autorización y registro similar al que siguen otros intermediarios financieros. La Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV) autoriza e inscribe en su registro correspondiente a las PFP, previo informe preceptivo y vinculante del Banco de España en el caso de plataformas que publiquen proyectos financiados con préstamos participativos (art. 53 LFFE).

Los requisitos para la obtención de la autorización son los siguientes (art.53):

- 1) forma jurídica de sociedad de capital por tiempo indefinido
- 2) objeto social exclusivo de las actividades propias a las PFP,
- 3) domiciliación en un Estado miembro de la Unión Europea.
- 4) capital social mínimo de 60.000 euros íntegramente desembolsado en efectivo o seguro de responsabilidad civil, aval o garantía exigida por ley con una cobertura total de 400.000 euros para todas las reclamaciones y cumplir con los demás requisitos financieros que exige la ley(Ver art. 56 LFFE).
- 5) administradores de “reconocida honorabilidad empresarial o profesional” y que “posean conocimientos y experiencia adecuados en las materias necesarias para el ejercicio de sus funciones”.
- 6) buena organización administrativa y contable, medios de seguridad adecuados que garanticen confidencialidad, fiabilidad y capacidad del servicio prestado por medios electrónicos, disponer de un reglamento interno de conducta y prever mecanismos para que, en caso de cese de su actividad, exista continuidad en la prestación de los servicios a los que se comprometió para los proyectos de financiación participativa que hubieran obtenido financiación.

- Los trámites del procedimiento de autorización son:
- El acuerdo de inicio del procedimiento de autorización se comunica al Ministerio de Economía y Competitividad para que realice el seguimiento oportuno y queda resuelto dentro de los tres meses siguientes a la recepción de la solicitud o al momento en que se complete la documentación exigible (proyecto de estatutos, programa de actividades, relación de socios..etc art. 57 LFFE).

- En todo caso, el expediente quedará resuelto dentro de los seis meses siguientes a la recepción de la solicitud, por lo que se entenderá desestimada la solicitud por silencio administrativo si transcurre dicho plazo máximo sin que se hubiera notificado resolución expresa (art. 53 LFFE).
- Una vez otorgada la preceptiva autorización y tras la constitución e inscripción de la PFP como sociedad de capital en el Registro Mercantil, ésta es objeto de inscripción en el registro correspondiente de la CNMV, registro público que contiene los datos actualizados de su denominación social, dirección de dominio de Internet, domicilio social, identidad de administradores y de socios (art 54 LFFE).

4.2. Los sujetos en la PFP: inversor y promotor

El concepto de PFP que formula el art 46 de la LFFE contiene una definición legal de promotor y de inversor que, según estudiaremos, son restrictivas porque se fundamentan exclusivamente en la actuación de estos sujetos en las modalidades de *crowdfunding* de inversión y de préstamo. Analicemos a continuación ambos conceptos.

4.2.1. El Promotor: concepto y régimen jurídico

El promotor es la persona física o jurídica que solicita financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa (art 46 LFFE). De la referida definición legal de promotor resultan los elementos subjetivos siguientes:

1) *El promotor es persona física o jurídica*: Si es persona jurídica, esté validamente constituida en España o en otro Estado miembro de la Unión Europea (en adelante UE) y en el caso de ser persona física, tenga su residencia fiscal en España o en otro Estado miembro de la UE (art. 66 LFFE). Además, ninguno de los promotores, socios de la entidad promotora, administrador o miembros del Consejo de Administración, podrán hallarse inhabilitados conforme a lo previsto en la Ley Concursal²⁵ o cumplir condena por la comisión de delitos o faltas contra el patrimonio, el blanqueo de capitales, el orden socioeconómico, la Hacienda Pública y la Seguridad Social. La verificación de concurrencia de este requisito corresponde a la PFP, que deberá comprobar la identidad del promotor (art 66.2 LFFE).

2) *El promotor es el sujeto que solicita financiación en la PFP*: La LFFE dispone que cada promotor sólo tendrá publicado simultáneamente

²⁵ Ver arts.165, 172, 172 bis y 173 Ley 22/2003 de 9 de julio concursal (BOE núm. 164 de 10 de Julio de 2003) modificada por Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal («BOE» núm. 125, de 26 de mayo de 2015)

un proyecto de financiación por plataforma (PFP) cuyo importe máximo no superará los 2.000.000 de euros anuales, importe que podrá alcanzar los 5.000.000 euros en el caso de que los proyectos se dirijan a inversores acreditados (art 68 LFFE).

El proyecto debe cumplir los siguientes requisitos (art.69):

- Fijar un objetivo de financiación y un plazo máximo para lograr la misma, aunque se admite que la plataforma prevea que tanto el plazo como el objetivo puedan ser superados hasta un 25% siempre que se informe de tal posibilidad con carácter previo a la inversión; y,
- Si no se alcanza el objetivo de financiación en el plazo temporal fijado, se procederá a la devolución de las cantidades aportadas. Como excepción se admite que el proyecto alcance al menos el 90% del objetivo siempre que tal posibilidad se informe con carácter previo a que los inversores realicen la inversión²⁶.

3) *El promotor solicita la financiación en nombre propio:* Tanto en la definición de promotor del art. 46 de la LFFE como la definición legal de proyecto de financiación participativa, se exige que el promotor solicite la financiación en nombre propio. Aunque la ley no lo dice de forma expresa se interpreta queda excluida actuación indirecta, es decir que los proyectos sean solicitados por promotores en nombre propio pero por cuenta ajena²⁷

4) *La financiación solicitada por el promotor tiene que ser destinada a un proyecto de financiación participativa:* La finalidad de la financiación solicitada y obtenida por el promotor tiene como objeto un "proyecto de financiación participativa". ¿Qué alcance jurídico tiene la expresión "proyecto de financiación participativa"? El artículo 49 de la LFFE establece los siguientes requisitos de los proyectos de financiación participativa:

a) Están dirigidos a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que, invirtiendo de forma profesional o no, esperan obtener un rendimiento dinerario. Por lo tanto, se excluyen las modalidades de *crowdfunding* de donación, de recompensa y el *social lending* o de préstamo sin interés;

b) Son realizados por promotores, personas físicas o jurídicas, que solicitan la financiación en nombre propio, y,

²⁶ En el caso que en el proyecto participe la PFP ya que la ley permite a la PFP participar en proyectos publicados en su web pero sin que la participación supere el 10% del objetivo (art 63 LFFE) , el 90% se alcanza "descontada la participación en el proyecto que pudiera tener la propia plataforma" (art 69.4 LFFE).

²⁷ En este sentido ZUNZUNEGUI, Fernando; "Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)" en *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, junio, 2015, p. 16

c) La financiación obtenida debe destinarse exclusivamente a un proyecto concreto del promotor, de tipo empresarial, formativo o de consumo. La ley al admitir que el destino sea no sólo empresarial sino también de financiación de un producto de consumo (compraventa de un automóvil por ejemplo), acepta el *crowdfunding* como una posible vía de acceso al crédito al consumo.

d) Los límites legales objetivos del proyecto de financiación excluyen:

- La financiación profesional de terceros y en particular la concesión de créditos o préstamos.
- La suscripción o adquisición de acciones, obligaciones y otros instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado, en un sistema multilateral de negociación o en mercados equivalentes de un tercer país
- La suscripción o adquisición de acciones y participaciones de instituciones de inversión colectiva o de sus sociedades gestoras, de las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (art. 49 LFFE).

5) Los proyectos de financiación participativa de los promotores adoptarán las formas de financiación legalmente previstas: crowdfunding de préstamo y crowdfunding de inversión. De conformidad con el art. 50.1 a y b de la LFFE los proyectos de financiación participativa realizados por los promotores sólo podrán instrumentarse mediante las formas negociales crediticias siguientes:

1. La emisión o suscripción de obligaciones, acciones ordinarias y privilegiadas u otros valores representativos de capital, cuando la misma no precise y carezca de folleto de emisión informativo al que se refieren los arts 34 y ss del Texto refundido de la LMV (Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (BOE núm. 255 de 24 de Octubre de 2015 en adelante TRLMV).

- En este caso, el promotor es la sociedad que vaya a emitir los valores. Se delimita por tanto la financiación participativa a ofertas que bien no requieran un folleto o bien no hayan sido objeto de oferta pública con folleto. Por tanto, se refiere a empresas que no participan en el mercado de valores negociables o que participan pero sus ofertas quedan excluidas de la obligación de publicar folleto.
- Además, en caso de que en la financiación participen inversores “no acreditados”, los valores no podrán incorporar un derivado implícito. Aunque puede parecer que la ley se refiere a cualquier derivado financiero o contrato cuyo valor deriva de la evolución del precio de otro activo denominado activo subyacente que incluye tanto los derivados que se basan en sucesos futuros (contratos a plazo, futuros

y swaps); como los que se basan en opciones (opciones de compra y venta sobre acciones)²⁸. La norma se refiere aquí a las participaciones preferentes, que en la terminología de la CNMV son calificadas como producto complejo porque “*incorpora un derivado implícito*” que existe en la medida en que la cifra de rendimientos está determinada por una variable exógena, como son los beneficios de la entidad²⁹. Es decir, otorgan a su tenedor la condición de accionista del emisor sin derecho de voto, pero proporcionan una remuneración periódica fija, condicionada a la obtención de suficientes beneficios³⁰.

2. La emisión o suscripción de participaciones de sociedades de responsabilidad limitada, en cuyo caso se entenderá por promotor a la sociedad de responsabilidad limitada que vaya a emitir las participaciones.

3. La financiación participativa de préstamo que de conformidad con el art 50 1. c) consiste en la solicitud de préstamos, incluidos los préstamos participativos, en cuyo caso se entenderá por promotor a las personas físicas o personas jurídicas prestatarias.

4.2.2. El inversor: concepto y régimen jurídico

El concepto de inversor tradicionalmente se asocia a cualquier persona que arriesga su dinero a fin de procurarse unos especialísimos bienes, inicialmente identificados con la deuda pública o las mencionadas acciones y obligaciones³¹. El art. 46 de la LFFE define el inversor como destinatario de los servicios de intermediación de las PFP, como toda persona física o jurídica que ofrece financiación a cambio de un rendimiento dinerario. No se considera inversor al *crowdfunder* que participa en proyectos en los que no se obtenga ninguna utilidad dineraria como sucede en el *crowdfunding* de donación, en el de recompensa, pero también en el de préstamo social o *social lending crowdfunding*. Veamos, el concepto legal de los tipos de inversor según la LFFE.

4.2.2.1. Tipología legal de los inversores en las PFP

²⁸ Vid FERNÁNDEZ PÉREZ, Nuria; “La contratación en los mercados secundarios de valores” en AAVV, *Los Mercados Financieros*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2013, p. 682,

²⁹ Ver definición en STS (458/2014) de 8 de septiembre de 2014 (Roj: STS 3813/2014).

³⁰ Ver Ver ZUNZUNEGUI, Fernando; “Régimen jurídico de las plataformas...”, ob.cit. p. 20, CARRASCO PERERA, Ángel/LYCZKOWSKA, Karolina; “Las participaciones preferentes son “productos complejos” pero eso nada importa”, en *Centro de Estudios de Consumo*, 2 de septiembre de 2013, <https://www.uclm.es/centro/cesco/pdf/trabajos/30/39.pdf>

³¹ Es definición de SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal; “La protección del inversor en el Mercado de Capitales” en, SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal, *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*, Thomson Civitas, Madrid, 2008, p.543.

La LFFE distingue entre inversores "*acreditados*" y "*no acreditados*". Esta distinción que opera sólo respecto a la actuación de los inversores a través de las PFP, converge con la también prevista en el artículo 203 del TRLMV que, en desarrollo de la MiFID I³², obliga a las empresas y demás entidades de inversión a clasificar a sus clientes en *profesionales*, en quienes se presume experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos; y *minoristas*, si no lo son³³. Aunque la LFFE tipifica un concepto de inversor, que circunscribe exclusivamente a la financiación realizada a través de plataformas *on line*, su análisis debe realizarse en el contexto sistemático del TRLMV, porque la propia LFFE remite a esta norma, y porque ambas normas presentan ciertas analogías de disciplina positiva.

A.1.-Inversores "*acreditados*": concepto y disciplina

La LFFE ordena que, en los proyectos promocionados en las PFP, sean considerados inversores "*acreditados*" las personas siguientes (art. 81 de la LFFE):

1ª) Los inversores a que se refiere el art. 78 bis 3 a), b) y d) de la LMV al que la LFFE se remite (actual art. 205 a,b, y d del TRLMV). Es decir, personas sobre quienes recae según la LMV la presunción de profesionalidad y que son:

- las entidades financieras y demás personas jurídicas que para poder operar en los mercados financieros hayan de ser autorizadas o reguladas por Estados, sean o no miembros de la Unión Europea, los Estados y Administraciones regionales;
- los organismos públicos que gestionen la deuda pública,
- los bancos centrales y organismos internacionales y supranacionales y
- los inversores institucionales que tengan como actividad habitual invertir en valores u otros

³² Nos referimos a la Directiva MiFID I (Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo (DOUE L 145/1 de 30.4.2004).

³³ Ver CUENCA GARCÍA, Ángeles; "La protección del inversor en el ordenamiento jurídico español" en AAVV; *Estudios de Derecho del Mercado Financiero, Homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo*, Universitat de Valencia, 2010, pág. 845, NAVAS NAVARRO, Susana; "El perfil del inversor y su protección legal" (inédito).

instrumentos financieros, en particular, las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras.

2ª) Los empresarios que al menos reúnan dos de las siguientes tres condiciones: 1) total de las partidas del activo sea igual o superior a 1 millón de euros, 2) cifra anual de negocios sea igual o superior a 2 millones de euros y 3) importe de recursos propios iguales o superiores a 300.000 euros.

3ª) Las personas físicas o jurídicas que acrediten haber contratado a una empresa de servicios de inversión autorizada para que les presten asesoramiento financiero sobre los instrumentos de financiación de la plataforma

De lo analizado podría interpretarse que la ley prevé una amplia atribución de la condición de "acreditado" a cualquier inversor siempre que éste tenga contratado un servicio de asesoramiento financiero registrado en la CNMV, pero lo cierto es que para ser "acreditado" no bastará con probar la contratación del servicio de asesoramiento sino que, en virtud de la TRLMV (art 209.3, 4 y 6) el inversor tiene que superar un previo *test* de idoneidad realizado por la entidad de servicios de inversión para comprobar si la propuesta de inversión es adecuada a los conocimientos, experiencia, situación financiera y objetivos del inversor³⁴. Las respuestas que facilite el cliente a la entidad son declaraciones de ciencia o conocimiento y se producen en una fase de recogida de información previa cuya finalidad es la evaluación del inversor "acreditado" y que puede finalizar si se considera que éste no es "apto".

Parte de la doctrina considera que la evaluación realizada por la entidad de inversión, es análoga a la recogida de información realizada por las Compañías de Seguro (a través de cuestionarios) para la valoración del riesgo del futuro contratante³⁵. No compartimos esta opinión porque, si bien es cierto que en ambos casos las entidades recaban una información que sólo el cliente conoce, en el contrato de seguro la declaración del tomador se configura legalmente como un deber precontractual (art 10 LCS), un deber de contestación o respuesta del cliente al cuestionario facilitado por la Compañía para que ésta valore el riesgo y decida si

³⁴ Ver Sentencia del Tribunal Supremo de 20 de enero de 2014 (RJ 2014\781) en la que se recoge la distinción entre *test* de conveniencia y de idoneidad.

³⁵ Ver ZUNZUNEGUI, Fernando, *La Prestación...*, ob.cit. p. 47.

realizar o no el contrato³⁶. El incumplimiento del deber de información conlleva en algunos casos bien la disminución de indemnización, bien la pérdida completa de la misma. Mientras que, la evaluación de conveniencia y de idoneidad del cliente realizada por las entidades de inversión no forma parte del íter contractual, pues se trata de información previa a la fase precontractual del contrato que se iniciará cuando, una vez obtenida la evaluación positiva del cliente, la entidad proporcione información sobre un proyecto de financiación participativa³⁷. Por lo tanto, en este caso, la ausencia o el incumplimiento del *test* inciden exclusivamente en que la información facilitada por la entidad al cliente respecto a instrumentos de inversión pueda no ajustarse al perfil de éste y por tanto carezca de claridad, precisión y transparencia lo que podría conllevar un error en el consentimiento prestado.

A.2.- Los inversores “acreditados” por solicitud evaluada:

Pueden solicitar ser considerados inversores *acreditados*, si renuncian de forma expresa a su tratamiento como inversor “no acreditado”:

- las personas físicas que acrediten ingresos anuales superiores a 50.000 euros o un patrimonio financiero superior a 100.000 euros,
- las pequeñas y medianas empresas y personas jurídicas,

La ley exige que aunque la persona solicite ser considerado inversor acreditado, sea la PFP la que evalúe su experiencia y conocimientos y se asegure de que puede tomar sus propias decisiones de inversión y comprender sus riesgos (art.81.2.c) LFFE). Se establece así la misma obligación que el 206.2 del TRLMV impone a las entidades de servicios de inversión respecto a los clientes que solicitan ser tratados como “profesionales”. En consecuencia, por analogía, en la evaluación de conveniencia del solicitante realizada por la PFP pueden exigirse los siguientes requisitos:

1) cumplimentación de un cuestionario o test cuya amplitud y diseño corresponde a la plataforma, así como la comprobación de que en las personas de los inversores concurren los requisitos legales, y

³⁶ Ver SÁNCHEZ CALERO, Fernando en “artículo 10” *Ley de Contrato de Seguro*, Aranzadi, Navarra, 2010, pág. 286.

³⁷ Ver NAVAS NAVARRO, Susana; “*El perfil del inversor...*”, ob.cit. pág. 12.

2) realización de la evaluación una vez obtenida toda la información sobre los conocimientos y experiencia en financiación participativa, o en otros servicios de financiación con los que esté familiarizado y los conocimientos que pudiera tener en la materia y que estén relacionados con su nivel de estudios y profesión³⁸.

3) los inversores "acreditados" por solicitud perderán su condición: a) si en el plazo de 12 meses no han financiado ningún proyecto a través de la PFP, y b) si lo solicitan por escrito (art. 81.5 LFFE).

A.3.- Inversores no "acreditados": concepto y régimen jurídico positivo

El artículo 81. 4 de la LFFE regula que: "*Todo inversor que no cumpla con lo dispuesto en los apartados 2 y 3 de este artículo tendrá la consideración de no acreditado*". Son inversores "no acreditados" las personas físicas o jurídicas que financien proyectos a través de una PFP a cambio de rendimiento dinerario y que por aplicación de la LFFE no puedan ser considerados como inversores "acreditados" o "acreditados" por solicitud.

La disciplina positiva de este tipo de inversores es la siguiente:

- *Limite cuantitativo en las inversiones*: Los inversores *no acreditados* no podrán invertir más de 3.000 euros en el mismo proyecto publicado por una misma PFP, pero tampoco podrán superar el limite de 10.000 euros de inversión en un periodo de doce meses en proyectos publicados por la misma PFP. Además, es obligación de la PFP asegurarse de que se cumplen estos límites cuantitativos en relación con los inversores "no acreditados" (art. 82.1 LFFE).
- Manifestación del inversor no acreditado realizada a requerimiento de la PFP de que "*teniendo en cuenta la inversión que realiza su inversión total en los último doce meses en proyectos publicados por el conjunto de plataformas de financiación participativa no supera el umbral de 10.000 euros*" (art. 82.2 y 84.2.b) LFFE). Esta manifestación es obligatoria para "*evitar que los inversores no acreditados inviertan en un periodo de 12 meses más de*

³⁸ Ver ZUNZUNEGUI; Fernando; *Responsabilidad bancaria en la prestación de servicios de inversión y productos de riesgo*, Bosch, Barcelona, 2015, p. 45.

10.000 euros en proyectos publicados en el conjunto de plataformas". Ningún inversor podrá comprometerse a invertir anualmente más de 10.000 euros en proyectos publicados en una PFP, tanto si pertenecen a una misma PFP como si se distribuyen en un conjunto de diferentes PFP.

- Información previa a la inversión y manifestaciones del inversor no acreditado:

El inversor "no acreditado", antes de realizar la participación en cualquier proyecto de financiación, debe recibir y aceptar, a través de la página web de la PFP una comunicación en la que se le advierte de forma clara y comprensible de las siguientes circunstancias (art. 83.1 LFFE):

a) *El proyecto de financiación participativa no es objeto de autorización ni de supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores ni por el Banco de España y la información facilitada por el promotor no ha sido revisada por ellos.*

b) *En el caso de emisión de valores, ésta no es objeto de autorización ni de supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la información facilitada por el emisor no ha sido revisada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores ni constituye un folleto informativo aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.*

c) *La existencia de riesgo de pérdida total o parcial del capital invertido, riesgo de no obtener el rendimiento dinerario esperado y riesgo de iliquidez para recuperar su inversión.*

d) *El capital invertido no está garantizado por el fondo de garantía de inversiones ni por el fondo de garantía de depósitos.*

e) *Cualesquiera otras que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores."*

4.2.2.2. Régimen de manifestaciones del inversor sobre los riesgos de la inversión

1.- Contenido de las manifestaciones

La ley impone a las PFP que recaben del inversor las siguientes manifestaciones sobre los riesgos de la inversión:

a) Si el inversor es "acreditado", manifestará, antes de operar por primera vez y a petición de la PFP, que ha sido advertido de que "al ser considerado inversor acreditado está expuesto a mayores riesgos y goza de menor protección respecto de la

inversión en un proyecto de financiación participativa". Esta manifestación podrá realizarse, al mismo tiempo que la renuncia expresa a ser considerado inversor "no acreditado" y junto a su solicitud de acreditación (art. 84.1. LFFE). Es una declaración de ciencia que implica que es el inversor quien tiene la carga de probar que desconocía el mayor riesgo y la pérdida de protección.

b) Si el inversor es "no acreditado", en el momento de consentir el compromiso de pago, deberá realizar las siguientes dos manifestaciones:

*a) que ha sido advertido de los riesgos que implica la inversión en el proyecto de financiación participativa o los proyectos de financiación participativa en el caso de que el inversor participe en varios mediante una única actuación, y
b) que teniendo en cuenta la operación que realiza, su inversión total en los últimos doce meses en proyectos publicados por el conjunto de plataformas de financiación participativa no supera el umbral de 10.000 euros". (art 84.2 LFFE).*

2.- Forma de las manifestaciones:

La ley prevé que todas las manifestaciones del inversor, *acreditado o no*, puedan realizarse bien por escrito o bien "a través de canales electrónicos o telefónicos, siempre que se establezcan medidas eficaces que impidan la manipulación de la información con posterioridad a la realización de la operación"(art. 84.3 LFFE).

3.- Garantías de conservación de las manifestaciones

Las PFP tienen la obligación de conservarlas durante al menos cinco años (art.84.4 LFFE). En el caso de que los medios de manifestación sean electrónicos o telefónicos se exige:

a) Que la PFP emplee aquellos medios electrónicos que aseguren que el cliente "pueda teclear la expresión correspondiente y la entidad deberá ser capaz de acreditar que así se ha realizado" y que la norma enumera como "Firma electrónica cualificada o firma electrónica avanzada basada en un certificado cualificado de firma electrónica; Sello electrónico cualificado o sello electrónico avanzado basado en un certificado cualificado de sello electrónico, si el inversor es una persona jurídica, intervención de un tercero

de confianza en la operación y otros métodos que permitan acreditar que el cliente efectivamente ha tecleado la expresión correspondiente en el momento de la solicitud del inversor acreditado”.

Sin duda estamos ante una redacción poco afortunada y confusa del texto legal, ya que se emplean términos distintos a los tipificados en la Ley 59/2003 de firma electrónica (en adelante LFE). Entendemos que cuando la ley emplea el término “*firma cualificada*”, se refiere a la firma electrónica reconocida, es decir aquella basada en un certificado reconocido y generada mediante un dispositivo seguro de creación de firma y que tiene el mismo valor y reconocimiento a efectos legales que una firma manuscrita (art. 3 LFE). Análogo argumento nos lleva a afirmar que cuando se utiliza el término “*sello electrónico*”, la ley se refiere al uso por persona jurídica de la firma electrónica reconocida, admitido por el art. 7 de la LFE.

Cuando la norma utiliza el término “*tercero de confianza*” se refiere a la figura prevista en la LSSI y CE del prestador de servicios de la sociedad de la información que interviene en los contratos electrónicos a los efectos de archivar “*las declaraciones de voluntad que integran los contratos electrónicos y que consigne la fecha y la hora en que dichas comunicaciones han tenido lugar*” (art. 25 LSSI y CE).

b) Que la PFP, en el caso de servicios prestados por vía telefónica, solicite al inversor su identificación antes de iniciar la operación y conserve la grabación con las manifestaciones realizadas por el cliente. Entendemos que aunque el precepto no especifica plazo, es de aplicación el general de cinco años fijado en la propia norma.

4.3. El objeto de la PFP: los servicios de actividad de las PFP

En relación con el objeto de la PFP, la LFFE distingue: servicios que componen la actividad principal de la PFP y, aquellos otros servicios que son considerados auxiliares (art. 51 LFFE).

4.3.1. Servicios principales: noción y régimen

La actividad principal de la PFP consiste en recibir, seleccionar y publicar los proyectos de financiación participativa cuya descripción requiere una información concisa y necesaria que permita a “*un inversor medio un juicio fundado sobre la decisión de financiación del proyecto*”(art. 70 LFFE). En este punto, baste recordar que los

proyectos pueden instrumentarse mediante alguno de los procedimientos siguientes (art. 49 d) y 50 LFFE):

- emisión de obligaciones, acciones ordinarias y privilegiadas u otros valores representativos de capital o de la suscripción de participaciones de responsabilidad limitada (*crowdfunding* de inversión), o,
- solicitud de préstamos (*crowdfunding* de préstamo) que en ningún caso podrán incorporar una garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual del prestatario (art.74.2 LFFE).

Por otra parte la PFP tiene la obligación de informar sobre el proyecto y el funcionamiento de la plataforma: La información se regula en los siguientes términos y debe incluir necesariamente las referencias siguientes:

a) información específica sobre el promotor que emite acciones, participaciones sociales u otros valores representativos de capital (art. 78 LFFE) o que solicita préstamos (ART 75 LFFE), y,

b) detallada noticia sobre la oferta de valores (tipo de valores y código de identificación, características, entidad de custodia de los títulos o responsable de la llevanza de las anotaciones en cuenta, descripción de derechos y limitaciones vinculados a los valores...(art. 78 LFFE)) o sobre las condiciones de los préstamos (modo de formalización del préstamo, lugar de otorgamiento de escritura pública en su caso, tipo de préstamo, importe y duración, tasa anual equivalente, coste total incluyendo intereses, comisiones e impuestos, tabla de amortización, interés de demora y garantías aportadas, existencia o ausencia de derecho de desistimiento y de reembolso anticipado(art. 76LFFE)).

c) actualización en la página *web* del estado de participación en los proyectos y el porcentaje de financiación asumida por los inversores, y a anunciar la finalización del plazo de inversión (art. 72 LFFE).

d) disponibilidad para los inversores participantes de la información recibida y publicada sobre un proyecto de forma continuada en la página *web* durante un plazo no inferior a 12 meses a contar desde el cierre de la captación de fondos. Si bien, toda la información facilitada por la PFP deberá ser conservada a disposición de la CNMV durante el plazo de cinco años (art.65 LFFE).

e) poner a disposición, de forma accesible, permanente, actualizada, gratuita y visible en su página *web* la siguiente información general (art. 61.1.y 2 LFFE):

- el funcionamiento de la plataforma, los riesgos que para los inversores implica la participación en préstamos o la suscripción de acciones, participaciones (riesgo de pérdida total o parcial del capital, de no obtener el rendimiento esperado y de falta de liquidez de la inversión (art 61 LFFE).
- las tarifas aplicables a inversores y promotores, los procedimientos y sistemas por los que se harán llegar los fondos a los promotores y recibirán los inversores la remuneración de los capitales invertidos,
- las medidas adoptadas para minimizar el riesgo de fraude y para evitar conflicto de intereses, los procedimientos para la presentación de quejas, y
- en su caso los servicios de recobro de deudas que ofrezca la plataforma y los mecanismos que se activarán si cesa la actividad de la plataforma.
- la siguiente información básica para el cliente que debe destacarse en la página web: a) que la PFP no es una empresa de servicios de inversión ni entidad de crédito y por tanto no está adherida a ningún fondo de garantía de inversiones o de garantía de depósitos, y, b) que ni los proyectos ni su información han sido autorizados ni supervisados por la CNMV ni por el Banco de España.

4.3.2. Servicios Auxiliares: noción y régimen

Según el art. 51.2 LFFE los servicios auxiliares de la PFP pueden consistir en:

- a) el asesoramiento prestado al promotor en relación con la publicación del proyecto en la plataforma;
- b) el análisis de los proyectos de financiación participativa recibidos y la determinación del riesgo que implica cada proyecto para el inversor y la publicación de dicha información en términos objetivos sin realizar recomendaciones;
- c) la habilitación de canales de comunicación a distancia para que promotores e inversores contacten entre sí antes, durante o después de la financiación.
- d) la puesta a disposición de los modelos de contratos necesarios para la participación en la financiación;
- e) la transmisión a los inversores de la información sobre la evolución del proyecto facilitada por el promotor;
- f) la reclamación judicial o extrajudicial de los derechos de crédito actuando en representación de los inversores o en nombre propio si los inversores le cedieren su derecho de crédito; y

g) en el caso de que la financiación participativa consista en emisión o suscripción de participaciones de sociedad de responsabilidad limitada y solicitud de préstamos las PFP podrán formalizar los contratos actuando en representación de los inversores siempre que los contratos se basen en un acuerdo de voluntades manifestado a través de la plataforma.

BIBLIOGRAFÍA

ALBALADEJO, Manuel; DÍAZ ALABART, Silvia; *La donación*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2006.

ALVAREZ-ROYO VILANOVA, Segismundo; "La propuesta de regulación de la inversión en masa o *equity crowdfunding*" en *Diario La Ley*, nº 8320, 2013, (La Ley 3125/2014).

ANDERSON, Miriam; "La donación remuneratoria"; *La Ley*, 2000-I, 2 de febrero, pp.1704-1719.

-"La donación remuneratoria en el Libro V del Código Civil de Cataluña, *La notaria*, nº 31-32, 2006, pág.55.

BIONDI, B "La donazione" en Vassali, *Trattato di Diritto Civile*, Tomo XII, UTET, Torino, 1961.

BRABHAM, Daren C; 2008a "Crowdsourcing as a Model for Problem Solving: An Introduction and Cases," *Convergence: The International Journal of Research into New Media Technologies*, volume 14, number 1. p. 79, 80.

CALDBECK, Ryan; "Why I left Private Equity...And started a Crowdfunding site", *Forbes*, 9-11-2012.

CARRASCO, Ángel; "La financiación participativa a través de plataformas de "Crowdfunding", 19 de abril de 2014, www.uclm.ws/centro/cesco

CARRASCO PERERA, Ángel/LYCZKOWSKA, Karolina; "Las participaciones preferentes son "productos complejos" pero eso nada importa", en *Centro de Estudios de Consumo*, 2 de septiembre de 2013, <https://www.uclm.es/centro/cesco/pdf/trabajos/30/39.pdf>

CUENCA GARCÍA, Angeles; "La protección del inversor en el ordenamiento jurídico español" en AAVV; *Estudios de Derecho del Mercado Financiero, Homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo*, Universitat de Valencia, 2010, pp. 843-878.

de las HERAS BALLEL; Teresa; "El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos", *Revista Pensar en Derecho*, nº 3, 2013, p.101 y ss

DIEZ PICAZO, Luis; *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, T.I, Tecnos, Madrid, 1970.

ECHEVERRÍA SUMMERS; Francisco; "El contrato de compraventa de vivienda sobre plano" en CARRASCO PERERA, Ángel; *Tratado de la Compraventa*, T.II, Aranzadi, Navarra, 2013, p. 1.103 y ss

FERNÁNDEZ PÉREZ, Nuria; "La contratación en los mercados secundarios de valores" en AAVV, *Los Mercados Financieros*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2013, pp.667-714.

GETE-ALONSO, M^a del Carmen; "El contrato" en *Manual de Derecho Civil*, T.II, Marcial Pons, Barcelona, 1998.

GIMENO RIBES, Miguel; "Aproximación a la naturaleza jurídica del "crowdfunding" *Revista de Derecho Mercantil*, 291, enero-marzo, 2014, págs. 451-489.

GRACIA LABARTA, Carolina; "Presente y futuro del *crowdfunding* como fuente de financiación de proyectos empresariales" en *Revista española de capital riesgo*, nº 1/2014, pp.3-19

HOWE, Jeff; "The Rise of Crowdsourcing", *Wired Magazine*, junio 2006.

MEDINA ALCOZ, MARÍA "El incumplimiento de la carga en la donación modal" en L.B.PÉREZ GALLARDO (coord.), *Contratos Gratuitos*, Reus, Madrid, 2010, p. 145 y ss.

NAVAS NAVARRO, Susana; "El perfil del inversor y su protección legal" (inédito)

OSTROM, Elinor; *El gobierno de los bienes comunes*, Fondo de Cultura Económica, Mexico, 2000.

KLEEMANN Frank/ G. GÜNTER Voß/ RIEDER, Kerstin; "Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing"; *Science, Technology & Innovation Studies* ,Vol. 4, No. 1, July 2008 , p.6.

RIFKIN, Jeremy; *La sociedad de coste marginal cero, El Internet de las cosas, el procomún colaborativo y el eclipse del capitalismo*, Espasa, Barcelona, 2014.

ROCA SASTRE, Ramón María; "La donación remuneratoria" en *Estudios Varios*, Instituto de España, Madrid, 1988.

SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal; "La protección del inversor en el Mercado de Capitales" en, SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal, *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*, Thomson Civitas, Madrid, 2008, pp.535-551.

SÁNCHEZ CALERO, Fernando en "artículo 10" *Ley de Contrato de Seguro*, Aranzadi, Navarra, 2010, pp. 279-312.

SANZ GÓMEZ; Rafael; "Implicaciones tributarias del crowdfunding o financiación colectiva", *Revista Quincenal Fiscal*, nº 9, Aranzadi, 2015, (BIB 2015\1454).

SERRANO DE NICOLÁS, A; "Donación entre vivos en el Código Civil de Cataluña" en LUCAS ESTEVE, A (dir), *Dret Civil Català, Drets reals. Possessió, propietat i situacions de comunitat*, vol IV, Bosch, Barcelona, 2015.

SCHWIENBACHER Armin/ LARRALDE, Benjamin; "Crowdfunding of small intreprenurial ventures"; *Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press, 2012.

ZUNZUNEGUI, Fernando; "Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)" en *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, junio, 2015, pp. 1- 32.

ZUNZUNEGUI; Fernando; *Responsabilidad bancaria en la prestación de servicios de inversión y productos de riesgo*, Bosch, Barcelona, 2015.