



UNIVERSIDAD
DE MURCIA

<http://revistas.um.es/analesderecho>

**ANALES
de
DERECHO**

**EQUITY CROWDFUNDING: TUTELA
DEL INVERSOR MINORITARIO**

Especial referencia a los pactos parasociales

ÓSCAR CONESA CABALLERO

Abogado en Uría Menéndez

SERVICIO DE
PUBLICACIONES
UMU

Equity crowdfunding: tutela del inversor minoritario

Resumen

El equity crowdfunding o crowdinvesting permite a una multitud de micro-inversores aportar capital a la sociedad promotora de un proyecto empresarial adquiriendo la condición de socios con una cuota de participación normalmente mínima.

El marco legal no brinda una plena y satisfactoria protección a estos nuevos inversores; de ahí la relevancia de los pactos entre socios como pieza clave para proteger al micro-inversor quien, en la mayoría de las ocasiones, tendrá una posición social minoritaria frente a los fundadores o socios pre-existentes, quienes suelen retener el control de la sociedad.

En este trabajo se analizan los riesgos fundamentales que acechan a los micro-inversores que deciden lanzarse a la aventura de la multi-financiación en igualdad y, en prevención de ellos, los principales pactos que parasocialmente podrían celebrarse para su mayor y mejor dilución.

Palabras clave: crowdfunding, pactos parasociales, protección del inversor

Equity crowdfunding: minority investor protection

Abstract

Equity crowdfunding or crowdinvesting allows a multitude of micro-investors to contribute capital to the company promoting a business project by acquiring the status of shareholders with a normally minimal shareholding.

The legal framework does not provide full and satisfactory protection for these new investors; hence the relevance of shareholders' agreements as a key element to protect the micro-investor who, in most cases, will have a minority shareholder position compared to the founders or pre-existing shareholders, who usually retain control of the company.

This paper analyses the fundamental risks facing micro-investors who decide to embark on the adventure of equity crowdfunding and, in order to prevent them, the main shareholders' agreements that could be entered into for greater and better dilution.

Keywords: crowdfunding, shareholders' agreements, investor protection

SUMARIO: I. MULTI-FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL: *EQUITY CROWDFUNDING*. 1. DEMOCRATIZACIÓN DE LA INVERSIÓN. 2. ACCESO A LA FINANCIACIÓN. 3. RÉGIMEN LEGAL. II. SOCIEDAD PROMOTORA, INVERSORES Y PLATAFORMAS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA. III. RIESGOS DE LA INVERSIÓN A TRAVÉS DE *EQUITY CROWDFUNDING*. 1. ILIQUIDEZ DE LA INVERSIÓN. 2. DUDOSA RENTABILIDAD DE LA INVERSIÓN. 3. DILUCIÓN DE LA POSICIÓN SOCIAL. IV. PROTECCIÓN DEL INVERSOR: MEDIDAS LEGALES. V. PROTECCIÓN DEL INVERSOR: PACTOS PARASOCIALES. 1. PACTOS CONTRA EL RIESGO DE ILIQUIDEZ. 2. PACTOS CONTRA EL RIESGO DE NULA RENTABILIDAD. 3. PACTOS CONTRA EL RIESGO DE DILUCIÓN. 4. PACTOS PARA EL FORTALECIMIENTO DE LOS DERECHOS POLÍTICOS DE LOS SOCIOS MINORITARIOS. IV. CONCLUSIONES.

I. MULTI-FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL: *EQUITY CROWDFUNDING*

El *equity crowdfunding* representa un sistema de financiación de sociedades capitalistas mediante el cual una pluralidad de personas invierten pequeñas sumas que aportan al capital social deviniendo socios de la entidad receptora de su inversión. Esta forma de financiación permite, a través de plataformas de financiación participativa, la conexión entre una multitud de micro-inversores y sociedades precisadas de fondos propios, normalmente explotadoras de empresas tecnológicas de reciente creación o *startups*.

El surgimiento y expansión de esta nueva modalidad de cooperación económica se han debido, por un lado, a la desatención por el tradicional sistema financiero de las demandas de los impulsores de nuevas empresas, buscadores de financiación a coste mínimo y con la mayor dilución posible del riesgo inherente a la actividad innovadora que pretenden desarrollar; por otro lado, a la expansión tecnológica que ha posibilitado la interacción entre demandantes y oferentes de recursos reduciendo el número de intermediarios, la información asimétrica y los costes de transacción¹.

En definitiva, el *equity crowdfunding* surge como consecuencia de los avances tecnológicos de la comunicación, constituyendo una importante alternativa de los modos tradicionales de financiación ya que da respuesta a ciertas necesidades financieras no cubiertas satisfactoriamente por aquellos.

1. DEMOCRATIZACIÓN DE LA INVERSIÓN

La laxitud legal de requisitos subjetivos para invertir en sociedades a través de microfinanciación —en contraste con los exigidos para el acceso de los pequeños inversores a

¹ LÁZARO SÁNCHEZ, E.J. «*Crowdfunding*: una fórmula de cooperación económica en la era digital» en AA.VV., LÁZARO SÁNCHEZ, E.J. y DE LA VEGA GARCÍA, F. (dirs.), *Crowdfunding: Cooperación Colectiva al Servicio de la Financiación*, Cizur Menor, Ed. Aranzadi, 2018, pp. 19-46, esp. pp. 20-21.

los mercados financieros tradicionales—, hace que el *equity crowdfunding* pueda considerarse, en cierto modo, una herramienta de «democratización de la inversión»².

Sin obviar ni desconsiderar sus potenciales peligros, se ha considerado la conveniencia de proteger el carácter democrático de la forma de inversión a través de *equity crowdfunding* y que sería un error establecer barreras y límites so pretexto de brindar una mayor seguridad al inversor inexperto; de hacerlo llegaría a convertirse en una forma más de financiación gestionada privativamente por agentes especializados o sujetos con un gran patrimonio³.

La protección de ese espíritu democrático se fundamenta, sobre todo, en los hipotéticos beneficios de la «sabiduría colectiva», es decir, en el acierto inversor o financiero de las decisiones adoptadas por múltiples agentes descentralizados y suficientemente informados; decisiones que podrían llegar a ser más inteligentes y certeras que las tomadas incluso por un grupo coordinado de expertos⁴.

No debe ignorarse, eso sí, que la sabiduría colectiva no implica que el colectivo vaya a tomar siempre la decisión financiera correcta o más certera. De acuerdo con quienes respaldan esta idea⁵, la «sabiduría colectiva» implica más bien que, por término medio, la colectividad alcanzará consistentemente mejores respuestas que las alcanzables por cualquier individuo de forma aislada.

En consecuencia, óptima será aquella regulación que permita conciliar el amplio y general acceso a la financiación por medio de *equity crowdfunding* con la protección de los agentes que intervienen en ella, especialmente los inversores no especializados.

No obstante, hay quienes consideran que, a pesar de los potenciales beneficios de esta «democratización» de la inversión, no resulta recomendable que se extienda de manera

² Expresión utilizada de manera generalizada por la doctrina. *Vid.*, NOVAL, J. «Principios básicos de la regulación del “equity crowdfunding”», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 310/2018, pp. 161-203; SÁNCHEZ RUIZ, M. «La (débil) posición jurídica del socio inversor no acreditado en el “equity crowdfunding”» en AA.VV., GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, M.B. y COHEN BENCHETRIT, A (dirs.), *Derecho de sociedades: Los derechos del socio*, Valencia, Ed. Tirant Lo Blanch, 2020, pp. 1.141-1.160, especial p. 1.147.

³ WROLDSEN, J.S., «The CrowdFund Act’s Strange Bedfellows: Democracy and Start-Up Company Investing», *Kansas Law Review*, vol. 62, 2013, pp. 357-401, en especial pp. 357 y ss.

⁴ NOVAL, J., *est. cit.*, p. 171.

⁵ WROLDSEN, J.S., *est. cit.*, pp. 357-401, esp. p. 360.

generalizada a cualquier ahorrador. En este sentido se ha afirmado⁶ que aquellos ahorradores ordinarios (*i*) sin formación financiera, (*ii*) sin posibilidad de diversificar sus inversiones lo suficiente para reducir el importante riesgo que tales suponen, y (*iii*) que con frecuencia no tienen información bastante como para elegir el mejor proyecto, podrían estar asumiendo unos niveles de riesgo demasiado elevados.

2. ACCESO A LA FINANCIACIÓN

Uno de los principales factores que entorpecen el emprendimiento es la existencia de barreras importantes a la financiación. Normalmente las empresas de pequeño y mediano tamaño —sean *startups*, sean PYMES, en general— no cuentan con activos reales valiosos que puedan ofrecer en garantía de la financiación requerida, como tampoco pueden presentar fiadores personales que las avalen.

A esto se añaden los elevados niveles de riesgo e incertidumbre inherentes a la actividad emprendedora en el actual entorno competitivo. Este riesgo —sensiblemente incrementado por el contexto macroeconómico desde la crisis de 2008 y poco favorecedor de la puesta en marcha de iniciativas empresariales— es tratado de compensar por los operadores financieros con la obtención de una rentabilidad mucho más elevada que la obtenible en empresas consolidadas, por lo cual es comprensible que las empresas innovadoras opten por buscar alternativas al crédito tradicional.

Junto a ello, juega un papel importante el infrecuente acceso de las pequeñas y medianas empresas a los mercados de capitales, incluso tratándose de mercados destinados a sociedades de menor tamaño, como el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Los motivos de ello no son otros que la excesiva carga regulatoria, las exigencias de transparencia —con la consecuente vulnerabilidad de la empresa frente a la competencia—, así como los elevados costes explícitos —comisiones, honorarios de auditores y asesores, etc.— e implícitos —implementación de los procesos y contratación del personal dedicado a recabar y tratar la información exigida por la ley—⁷.

⁶ *Vid.* ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S. «El “equity crowdfunding” o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación», *Cuadernos de derecho y comercio*, nº61/2014, pp. 13-58, esp. pp. 24-25. Afirma además que este modo de inversión debería ser entendido como una forma de extender la participación empresarial a los círculos sociales de los promotores, así como un instrumento de selección de inversiones para los *business angels*.

⁷ GIRALT, A. y GONZÁLEZ NIETO, J., «Financiación de la PYME en el mercado financiero español. La experiencia y proyección del MAB», *Bolsas y Mercados Españoles*. Recuperado de https://www.bolsasymercados.es/MTF_Equity/docs/docsSubidos/Publicaciones/PapelesFundacion452012.pdf (Última consulta el 04/01/2024), pp. 235-258, en especial pp. 235-240.

Descartados los recursos al crédito bancario y a los mercados de capitales, las sociedades que necesitan captar cantidades elevadas de financiación, y hasta que adquieran un cierto tamaño, no tienen otra opción que recurrir al capital riesgo o a los *business angels*. Pero, dado que el capital riesgo ha tendido a dedicarse a proyectos de gran envergadura, en la fase del crecimiento empresarial queda un *gap* de financiación que ha comenzado a ser cubierto, en los últimos años, por el *equity crowdfunding*⁸.

3. RÉGIMEN LEGAL

El Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020 (en adelante, RPFP), modificando el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937, ha fijado un régimen uniforme para los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas que no resulta aplicable a cualquier proyecto de esa naturaleza. Según su artículo 1.2 RPFP, el RPFP no será aplicable a las ofertas de financiación participativa cuyo importe —calculado según el artículo 1.2.c) RPFP— sea superior a 5.000.000 EUR.

Antes de la entrada en vigor del RPFP, la prestación de servicios de financiación participativa en España se encontraba sujeta al Título V de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (en adelante, «LFFE»).

El contenido de dicho Título fue derogado, con efectos de 10 de noviembre de 2022, por los artículos 14 y 15 de la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, cuya *disposición transitoria cuarta*, en concordancia con lo dispuesto en el artículo 48.1 RPFP, estableció un periodo transitorio en relación con los servicios de financiación participativa prestados de conformidad con la Ley 5/2015 y por sus proveedores autorizados según la legislación que se deroga. Estos podrían seguir operando según el régimen derogado hasta el 10 de noviembre de 2022. No obstante, con base en el apartado tercero del mismo artículo 48 RPFP, dicho plazo fue prorrogado por el Reglamento Delegado (UE) 2022/1988 de la Comisión, de 12 de julio de 2022, hasta el 10 de noviembre de 2023.

Dado que el RPFP no regula la generalidad de los servicios de financiación participativa,

⁸ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., «El “equity crowdfunding”...», *cit.*, p.21.

Debe tenerse en cuenta que no todas las empresas tendrán éxito en estos proyectos de financiación, que parecen ser especialmente recomendables para *startups*, promotores inmobiliarios y empresas de economía social o con un impacto social positivo (sanidad, educación, energías renovables). V. BORRALLO FERNÁNDEZ, C. «Régimen general del crowdfunding: el promotor y el inversor» en CUENA CASAS, M. (dir.), *Aspectos legales de la financiación en masa o crowdfunding*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2020, pp. 299-321, esp. pp. 309-311.

como sí lo hacía la LFFE en su redacción previa, la Ley 18/2022 ha cubierto las correspondientes lagunas introduciendo un régimen propio (con escasas especialidades) aplicable a las entidades que, prestando en España servicios de financiación participativa, no estén sujetas al RPFP por incurrir en la excepción previstas en el apartado *c*) de su artículo 1.2.

Cabe referir, por último, que la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión transpone la Directiva 2020/1504⁹ en el sentido de excluir del ámbito de aplicación de la Directiva 2014/65¹⁰ a las personas jurídicas autorizadas como proveedores de servicios de financiación participativa con arreglo al RPFP¹¹.

II. SOCIEDAD PROMOTORA, INVERSORES Y PLATAFORMAS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA

El *equity crowdfunding* representa un sistema de financiación participativa en el capital de una sociedad gestionado, en un entorno digital de interacción múltiple, por proveedores de servicios de financiación participativa (en adelante, «PSFPs») mediante plataformas llamadas, precisamente y también, de financiación participativa. A través de ellas, pues, los micro-inversores realizan aportaciones al capital de una sociedad promotora convirtiéndose en sus socios según los términos del negocio de suscripción de acciones o de adquisición de participaciones sociales que llegue a celebrarse¹².

Esta técnica de financiación participativa, como cualquier otra de *crowdfunding*, se articula a través de tres elementos subjetivos: la sociedad promotora de *equity crowdfunding*, los micro-inversores y el PSFP. Y entre ellos surgen distintos planos contractuales siendo de interés, fundamentalmente, los referentes al contrato celebrado entre la sociedad promotora y el PSFP y el celebrado entre aquella y el micro-inversor. Con ser este último un propio contrato de suscripción de acciones o de adquisición de participaciones sociales al que aporta poca particularidad el hecho de ser celebrado en un

⁹ Directiva (UE) 2020/1504 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros.

¹⁰ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

¹¹ *Vid.* artículos 36.2 y 125.3 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

¹² Según el párrafo segundo del artículo 46 Ley 5/2015, de 27 de abril, a efectos tanto de esta Ley como del RPFP y sin perjuicio de su no consideración como valores negociables, «las participaciones en sociedades de responsabilidad limitada se considerarán valores aptos para el desarrollo de las actividades de las plataformas de financiación participativa».

entorno digital, el otro —entre sociedad promotora y PSFP— se ha calificado como un contrato de mediación por el que el PSFP asume la intermediación entre la sociedad promotora y los inversores o aportantes de capital¹³.

Ello no quiere decir que este contrato no cree «un marco relacional al que se incorporarán los aportantes, sin necesidad de contratar ellos mismos con la plataforma, aunque efectivamente interactúen a través de la mediación de la misma, y se beneficien de las situaciones pasivas que, fruto del contrato con el promotor, la plataforma habrá contraído en su favor»¹⁴.

Por lo tanto, cuando legalmente se exige que los PSFPs actúen «de manera honesta, equitativa y profesional atendiendo al mejor interés de sus clientes» y «como intermediarios neutrales entre los clientes en su plataforma de financiación participativa», en este término —clientes— quedan incluidos tanto la sociedad promotora como el inversor (cf. considerando 26 y art. 3.2 RPFP)¹⁵.

Estas exigencias de neutralidad de los PSFPs se manifestarán, especialmente, en relación con (i) la selección de los proyectos y (ii) la publicación de la denominada *ficha de datos fundamentales de la inversión*. En cuanto a la primera, el RPFP establece que debe ser profesional, imparcial y transparente¹⁶, debiendo evaluarse con «al menos, un nivel mínimo de diligencia debida»¹⁷. La segunda será puesta por el PSFP a disposición del inversor potencial y contendrá información debida, tal como la identificación del promotor, el instrumento de financiación ofrecido o los riesgos inherentes al proyecto (v. *infra* 2.a). Aunque esta ficha deba ser elaborada por los promotores del proyecto¹⁸, se atribuye a los PSFPs una cierta labor de supervisión, en tanto que deberán «garantizar

¹³ MACANÁS VICENTE, G. «Calificación y caracteres del contrato de mediación con la plataforma de *crowdfunding*» en LÁZARO SÁNCHEZ, E.J. y DE LA VEGA GARCÍA, F. (dirs.), *cit.* pp. 73-103, en especial pp. 85-89.

¹⁴ MACANÁS VICENTE, G., *v. nota anterior*, pp. 99-100.

¹⁵ Véase en el mismo sentido (entre otros) el artículo 4.1 del RPFP.

¹⁶ *Vid.* considerando 18 del RPFP. Además, el artículo 19.2 de este Reglamento contempla la aportación de información a los clientes sobre los criterios de selección, como se verá *infra* 4.2.a.

¹⁷ Véase el artículo 5 del RPFP, que además establece en su apartado 2 algunas comprobaciones de carácter obligatorio a estos efectos.

¹⁸ Se trata de un cambio de indudable trascendencia práctica, teniendo en cuenta que el artículo 51.2.b de la LFFE, en su redacción anterior, establecía como una de las funciones de las PFP «el análisis de los proyectos de financiación participativa recibidos, la determinación del nivel de riesgo que implica cada proyecto para los inversores y la determinación de cualquier otra variable que resulte útil para que los inversores tomen la decisión de inversión».

que las *fichas de datos fundamentales de inversión* sean claras, correctas y completas» (considerando 51 RPFP).

Por último, con el propósito de reforzar la neutralidad en los servicios de financiación participativa (v. considerando 19 RPFP), se establece que los PSFPs «no pagarán ni aceptarán ningún tipo de remuneración, descuento o rendimiento no pecuniario por orientar las órdenes de los inversores hacia una determinada oferta de financiación participativa realizada en sus plataformas de financiación participativa o a una determinada oferta de financiación participativa realizada en una plataforma de financiación participativa de un tercero» (art. 3.3 RPFP).

De lo anterior se concluye que el PSFP ha de decidir qué proyectos merecen ser publicados y calificar su nivel de riesgo, facilitando además otras variables e informaciones útiles para la toma de decisiones de inversión. Sin embargo, todo ello debe tener lugar en términos estrictamente objetivos y generales, de forma que no se entienda que el inversor está siendo asesorado por el PSFP.

Llegado este punto deben señalarse los problemas o inconvenientes que presenta el desarrollo de esta actividad por parte de los PSFPs, referidos a su necesaria neutralidad y a su capacidad real para hacer frente a sus costes.

El análisis y selección de los proyectos constituye una de las funciones más importantes de los PSFPs. No obstante, como se ha señalado¹⁹, el volumen de operaciones y la necesidad de mantener unos márgenes que no resulten excesivos impiden a los PSFPs disponer de beneficios suficientes para poder dedicar ingentes cantidades de recursos a una auditoría profunda, como la que requeriría una inversión profesional.

Menos aún podrán permitirse los pequeños inversores realizar un estudio pormenorizado de la situación e íntegra información suministrada por cada sociedad promotora en la que estén sopesando realizar una inversión.

En consecuencia, las más de las veces, el inversor se atendrá al limitado análisis efectuado por el PSFP y seguirá el comportamiento del resto de los inversores (confiando, pues, en

¹⁹ MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. y DEL CASTILLO IONOV, R. «Las plataformas de financiación participativa -*crowdfunding*-: Su actividad y algunos aspectos específicos de su operativa: el análisis de riesgos -*scoring*- y la motivación de los gestores» en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. y PAÑEDA USUNÁRIZ, F. (dirs.), *Las plataformas de financiación participativa -crowdfunding-*, Pamplona, Ed. Aranzadi, 2018, RB-5.1 hasta RB-5.9, en especial RB-5.6 (recurso electrónico).

la «sabiduría colectiva»). Se trata del denominado²⁰ «problema del polizón» (*free-rider problem*), es decir, el del inversor que, confiando en aquellos extremos, no realiza ningún tipo de valoración por su propia cuenta.

Otro problema derivado de la confianza de los inversores en los análisis realizados por los PSFPs es el posible impulso de comportamientos irracionales entre aquellos. De ahí que los PSFPs deban realizar una previa y seria evaluación objetiva de los proyectos que serán admitidos en sus plataformas, minimizando los conflictos de intereses con sus usuarios inversores —y, con ello, eventuales acusaciones de fraude— y haciendo que sus plataformas sean seleccionadas entre las distintas competidoras debido a su fiabilidad²¹.

En relación con ello se encuentra el problema del incumplimiento por los PSFPs de su deber legal de neutralidad, basado en su labor de mediación entre dos sujetos con intereses contrapuestos, el inversor y el promotor.

Con el propósito de alinear los intereses de los PSFPs con los de los inversores, se ha propuesto²² una solución consistente en conectar la retribución de aquellos con el rendimiento económico generado por las inversiones (a modo de «participación en beneficios»). De este modo los PSFPs carecerían de interés en publicitar proyectos sometidos a elevados niveles de riesgo, con relajación de los estándares aplicables.

No se debe perder de vista, no obstante, que ello podría incrementar los costes a la hora de valorar las inversiones y disminuir la cantidad de proyectos ofertados, lo que encarecería el servicio de mediación que prestan los PSFPs.

El deber de neutralidad que pesa sobre los PSFPs debe proyectarse no solo sobre la idónea selección y publicación de la información que conviene a los inversores, sino también

²⁰ MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. y DEL CASTILLO IONOV, R., *op. cit.*, RB-5.6.

²¹ *Vid.* GRACIA RUBIO, M., «Análisis del *crowdfunding* en España: una nueva herramienta social para fomentar la sostenibilidad», *REVESCO: revista de estudios cooperativos*, núm.135/2020, pp. 61-70, esp. p. 67. La necesidad de evaluación por parte de las PSFP conecta directamente con la probable falta de especialización de los inversores. De hecho, este mismo autor cita un estudio en el que se concluyó que, en el mercado de *crowdfunding* alemán, no más del 10-20% de los inversores habían leído realmente el plan de negocios de la compañía ni se habían basado en información detallada procurada por la misma para la toma de decisiones (Moritz, A., «Financing of small and medium-sized enterprises in Europe-financing patterns and 'crowdfunding'», *EIF Research & Market Analysis*, núm. 30/2015 pp. 1-173).

²² *Vid.* MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS y DEL CASTILLO IONOV (*est. cit.*, RB-5.7 -recurso electrónico-) señalan, en este sentido, que lo habitual es que los PSFPs obtengan sus ingresos a través de la aplicación de una «tarifa de éxito» una vez alcanzadas las cantidades establecidas como objetivo para un determinado proyecto. Lo cual implica que los PSFPs resulten beneficiados por aceptar el mayor número posible de proyectos, con claro perjuicio para el inversor.

sobre el diseño contractual de su posición jurídica en la sociedad.

Dado que no existe un estándar legal del programa contractual al respecto, corresponde a los PSFPs velar, en este extremo, por la mayor protección del inversor²³. En consecuencia, los PSFP deberían promover la adopción de acuerdos de inversión justos para los inversores, ya que de ello dependerá en gran medida la satisfacción del inversor con el servicio prestado a través de la plataforma y, por tanto, la supervivencia de esta a largo plazo.

Respecto de la eventual responsabilidad civil a la que pueden enfrentarse los PSFPs, ya parecía complicado conforme al régimen anterior poder exigirles indemnización por los daños causados al inversor como consecuencia de un análisis incompleto de la rentabilidad del proyecto presentado o de la veracidad de la información publicada²⁴.

Actualmente, el RPFP establece expresamente la responsabilidad de la sociedad promotora por la información aportada, a la que exige una serie de declaraciones en los términos del art. 23.9 RPFP. A su vez, establece que los Estados miembros deberán velar porque sea posible reclamar a los responsables responsabilidad civil por la información engañosa o inexacta contenida en la ficha de datos fundamentales de la inversión o por la omisión en ella de datos fundamentales necesarios para la valoración de la inversión (artículo 23.10 RPFP).

Y es que los PSPFs deben «establecer y aplicar procedimientos adecuados para verificar la exhaustividad, exactitud y claridad de la información contenida en la ficha de datos fundamentales de la inversión» y, en su caso, detener la promoción de los proyectos cuando se «detecte una omisión, error o inexactitud en la ficha de datos fundamentales de la inversión que pueda tener un impacto importante en la rentabilidad esperada de la inversión» (apartados 6 y 7 del artículo 24 RPFP).

Aunque este deber impuesto a los PSPFs en orden a verificar la «exactitud» de la información contenida en la ficha de datos fundamentales de la inversión podría suscitar ciertas dudas sobre su responsabilidad al respecto, parece que el régimen establecido hace recaer la responsabilidad en mayor medida sobre el promotor. De ahí que se haya

²³ NOVAL, J., *est. cit.*, pp. 22-23.

²⁴ PAÑEDA USUNÁRIZ, F., «La responsabilidad de las plataformas de financiación participativa» en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. y PAÑEDA USUNÁRIZ, F. (dirs.), *Las plataformas de financiación participativa –crowdfunding–*, Pamplona, Ed. Aranzadi, 2018, RB-6.2 hasta RB-6.5.

sostenido²⁵ que el debido análisis y comprobación de la información por los PSPFs tendrá un carácter eminentemente formal, sin que respondan con carácter general por la inexactitud de la información aportada por el promotor.

No obstante, la producción de un daño real imputable a los PSPFs podría deberse al incumplimiento de las normas relativas a los requisitos exigibles para la admisión de los proyectos, a la omisión del deber de publicar información decisiva para la realización o no de la inversión o a la inobservancia del deber de neutralidad²⁶. En todos estos casos, parece que la conducta los PSPFs podría desencadenar su responsabilidad civil si concurren en el caso los presupuestos legales para su exigencia.

La cuestión requiere, pues, enjuiciar caso por caso la diligencia observada por los PSPFs en el cumplimiento de sus obligaciones legales, siempre que se haya producido un daño directo al inversor que, además, traiga causa de la conducta negligente o culposa de los PSPFs; en otras palabras, que en el comportamiento del inversor haya influido de manera decisiva la falta de observancia por los PSPFs de sus deberes de información al respecto.

Por el contrario, parece que sería desproporcionado hacer responsables a los PSPFs del fracaso de la inversión con base en un análisis imperfecto del proyecto ofertado por estos, dados los recursos limitados de que disponen y el también limitado análisis que les es exigible al respecto. Además, es supuesto y presupuesto en este tipo de operaciones que los micro-inversores asuman un elevado riesgo.

III. RIESGOS DE LA INVERSIÓN A TRAVÉS DE *EQUITY CROWDFUNDING*

Aunque la financiación a través de *equity crowdfunding* tiene un gran potencial por las oportunidades de inversión que ofrece a todo tipo de inversores, resulta indispensable el establecimiento de un marco regulatorio y de supervisión que asegure un adecuado nivel de protección para los mismos (especialmente, cuando se trata de aquellos legalmente denominados «inversores no experimentados»).

El *CFA Institute* en su informe «ISSUE BRIEF: INVESTMENT GEARED CROWDFUNDING: Sourcing Equity and Debt Funding from the Crowd: Developing a Regulatory Framework», señaló la necesidad de desarrollar un marco normativo para

²⁵ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S. «*Crowdfunding* de inversiones (*equity crowdfunding*)» en CUENA CASAS, M. *Aspectos legales de la financiación en masa o crowdfunding*, Valencia, Ed. Tirant lo Blanch, 2020, pp. 323-359, esp. pp. 343-344.

²⁶ Véase MACANÁS VICENTE, G. *op. cit.*, p.92 y PAÑEDA USUNÁRIZ, F., *op. cit.*, RB-6.2 hasta RB-6.5.

abordar los posibles problemas de la financiación colectiva²⁷.

El riesgo más básico es el inherente a las propias iniciativas empresariales. Se ha estimado que los inversores podrían perder la totalidad del capital invertido en el 50-70% de los casos²⁸. Esta probable contingencia se conecta fundamentalmente con la alta innovación e incertidumbre que identifican este tipo de proyectos y con el carácter disruptivo que los caracteriza. Esto implica que los promotores de proyectos de financiación participativa de esta índole suelen ofrecer un halagüeño y exitoso futuro empresarial, pero también que la probabilidad de fracaso sea elevada.

Además, el riesgo se ve incrementado por la iliquidez de los activos y la posible dilución de la participación con la correspondiente difuminación de derechos del socio-inversor; riesgo acentuado cuando se trata de pequeños inversores.

1. ILIQUIDEZ DE LA INVERSIÓN

Dado que las sociedades promotoras de proyectos de *equity-crowdfunding* son normalmente PYMES que buscan rápido crecimiento a través de este tipo de financiación, uno de los principales problemas con el que se enfrentan los inversores es la dificultad de desinvertir lo invertido en el proyecto (riesgo de iliquidez).

Ello se debe principalmente a la inexistencia de un mercado secundario donde el inversor pueda transmitir fácilmente sus acciones/participaciones que no suelen estar admitidas a cotización, bien por los inconvenientes regulatorios y de costes que conlleva, bien por incumplimiento de los requisitos para acceder a los mercados.

Por otro lado, si las sociedades necesitadas de financiación son –como suelen serlo– Sociedades de Responsabilidad Limitada (SL)²⁹, la transmisibilidad de las participaciones resulta muy restringida como consecuencia del legal carácter cerrado de esta forma social, por mucho que se admita una configuración estatutaria menos rígida que el régimen legal de transmisión aplicable por defecto. Siempre «serán nulas las cláusulas estatutarias que hagan prácticamente libre la transmisión voluntaria de las participaciones sociales por actos *inter vivos*» (art. 108.1, de la Ley de Sociedades de Capital [en adelante, «LSC»]).

²⁷ Recuperado de <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/issue-brief/issue-brief-investment-gearied-crowdfunding.pdf> (última consulta el 28/12/2023).

²⁸ KIRBY, E. y WORNER, S., «Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast» [SWP3/2014], IOSCO, en: <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf> (última consulta el 28/12/2023).

²⁹ Téngase en cuenta n. 12.

Tampoco en el caso de las Sociedades Anónimas la cuestión pinta más fácil. Aunque, en principio, sea libre la transmisión de las acciones, la LSC permite la incorporación por vía estatutaria de restricciones a esa libre transmisibilidad siempre que las acciones sean nominativas (art. 123.1) y no las hagan prácticamente intransmisibles (art. 123.2).

Incluso en el supuesto de tratarse de acciones de Sociedades Anónimas sin restricciones de transmisibilidad y admitidas a cotización en algún tipo de mercado secundario, en la mayoría de las ocasiones estos títulos carecerán de una liquidez suficiente que haga posible la desinversión en el corto plazo.

A fin de propiciar la transmisión, el anterior artículo 51.2 LFFE contemplaba la posible habilitación por las plataformas de canales de comunicación directa entre inversores y promotores; y de los inversores entre sí. No obstante, el artículo 52 prohibía a las PFP realizar las actividades propias de las empresas de servicios de inversión, por lo que no podrían intervenir en la formalización de la operación.

Al respecto, la CNMV³⁰ interpretó que el régimen legal permitía la creación por las plataformas de un *market place* en el cual únicamente podrían publicarse anuncios en los que el inversor manifestara su voluntad de transmitir las acciones/participaciones fruto de la inversión realizada a través de esa plataforma, sin indicar en ningún caso el precio de la oferta.

Pues bien, el RPFP prevé en la misma línea la creación de un «tablón de anuncios» de los PSFPs, donde los clientes puedan «anunciar su interés en la compraventa de [...] valores negociables o instrumentos admitidos para la financiación participativa que inicialmente se ofertaron en sus plataformas de financiación participativa»; pero que, evidentemente, «no consistirá en un sistema de casación interno que ejecute órdenes de los clientes de forma unilateral» (apartados 1 y 2 del artículo 25 RPFP).

No obstante, el artículo 25.5 RPFP permite que los PSFPs propongan un precio de referencia (no vinculante), lo cual parece contradictorio con la prohibición que tienen de gestionar un mercado secundario³¹.

³⁰ CNMV, «Preguntas y Respuestas dirigidas a empresas FinTech sobre actividades y servicios que pueden tener relación con la CNMV», pág. 11, documento disponible en línea en <https://cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QAsFinTech.pdf> (última consulta el 20/12/2023).

³¹ CUENA CASAS, M. «La protección del inversor en el *crowdfunding* lucrativo» en CUENA CASAS, M. (dir.), *Aspectos legales de la financiación en masa o crowdfunding*, Valencia, Tirant lo Blanch, 2020, pp. 465-498, en especial pp. 472-474.

2. DUDOSA RENTABILIDAD DE LA INVERSIÓN

La probable obtención por el inversor de una rentabilidad inferior a la esperada encuentra una manifestación concreta en la decisión social de no distribuir dividendos, lo cual neutraliza hasta cierto punto la rentabilidad de la inversión hecha por quien decide mantener su participación en la compañía.

Se trata de un escenario bastante probable si se considera que, en el caso de sociedades con dificultades para acceder a la financiación externa o para accederlo sin soportar costes elevados, los socios mayoritarios (que habrán sido los impulsores del proyecto) preferirán asegurar una auto-financiación con fondos propios, postergando cuando no eludiendo el reparto de beneficios³².

Una de las vías que abre la LSC con carácter general —pero que podría ser útil en este ámbito— es la de ofrecer a los inversores únicamente acciones o participaciones ‘sin voto’. Como es bien sabido, estas participaciones llevan aparejado el derecho a un dividendo preferente (art. 99 LSC), la no reducción de su participación en caso de reducción por pérdidas (art. 100 LSC) y un derecho preferente a la cuota de liquidación (art. 101 LSC).

La entrega a los micro-inversores de acciones/participaciones ‘sin voto’ constituiría, pues, una garantía de rentabilidad para los inversores al tiempo que posibilitaría el mantenimiento del control de la sociedad por los socios pre-existentes al proyecto de *equity crowdfunding*, sin perjuicio de que el derecho a un dividendo preferente de esas acciones/participaciones ‘sin voto’ pueda llegar a convertirse en un lastre para la operativa empresarial.

Por otro lado, el riesgo de pérdida total o parcial del capital invertido está relacionado fundamentalmente con el total fracaso del proyecto y la acumulación de pérdidas por la sociedad que sean absorbidas por las aportaciones de los inversores.

La probabilidad de materialización de este riesgo dependerá, entre otros factores, de la información puesta a disposición del inversor y del poder de decisión de este sobre su posición jurídico-económica en la sociedad³³.

La información, en este caso, se refiere tanto a la información general sobre los riesgos

³² SÁNCHEZ RUIZ, M. «La (débil) posición jurídica...», *est. cit.*, p. 1.155.

³³ NOVAL, J., *est. cit.*, p. 12.

del *equity-crowdfunding* (v. *infra* obligaciones legales de información en este sentido) como a la información específica sobre la inversión, que permita a los inversores adoptar decisiones fundamentadas (siquiera ello no suponga que los inversores dejen de tomar decisiones irracionales o arriesgadas)³⁴.

La fortaleza de la posición del inversor en la sociedad se refiere a su protección frente a eventuales conflictos de agencia que pueden tener lugar en caso de divergencias entre los intereses de socios y los de gerentes o administradores sociales. En efecto, en el contexto particular de una sociedad con inversores devenidos socios por *equity-crowdfunding*, el conflicto de intereses puede plantearse entre los socios pre-existentes —que serán normal y probablemente los administradores o quienes los hayan designado— y los inversores minoritarios con muy reducida participación en la sociedad. Mientras que el principal interés de estos será, frecuentemente, obtener una cierta y esperada rentabilidad asociada al riesgo asumido, el de aquellos puede estar movido por otros incentivos tales como el desarrollo profesional, la investigación o la autonomía de gestión³⁵.

En consecuencia, resultará decisivo para la tutela de la posición del inversor frente a estos conflictos de agencia la previsión de un régimen de protección adecuado tanto a nivel legal como contractual. Es al respecto, precisamente, donde adquiere un sentido especial la previsión de un adecuado entramado de pactos para-sociales.

Por otro lado, el riesgo de rentabilidad también resulta agravado por el hecho de no existir garantías procuradas por los PSFPs ni por ningún tipo de fondo de garantía o sistema similar, que ofrezcan cierta seguridad al inversor en caso de nula rentabilidad del proyecto (por ejemplo, permitiéndole recuperar parte de su aportación)³⁶. Esto supone, por supuesto, una disminución en los costes para los PSFPs, que no tienen que hacer aportación de esos fondos³⁷.

³⁴ NOVAL, J., *est. cit.*, pp. 17-18.

³⁵ SOLANS CHAMORRO, L., «Contratos entre socios y startups. Aspectos prácticos.», *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, núm. 52/2019, pp. 36-52, esp. p.37.

³⁶ *Vid.* artículo 19.2 RPFP: «los proveedores de servicios de financiación participativa informarán a sus clientes de que sus servicios de financiación participativa no están cubiertos por el sistema de garantía de depósitos establecido de conformidad con la Directiva 2014/49/UE y de que los valores negociables o los instrumentos admitidos para la financiación participativa adquiridos a través de su plataforma de financiación participativa no están cubiertos por el sistema de indemnización de los inversores establecido de conformidad con la Directiva 97/9/CE».

³⁷ ALONSO ESPINOSA, F.J., «Protección de la inversión a través de plataformas de financiación participativa» en LÁZARO SÁNCHEZ, E.J. y DE LA VEGA GARCÍA, F. (dirs.), *Crowdfunding: Cooperación Colectiva al Servicio de la Financiación*, Cizur Menor, Ed. Aranzadi, 2018, pp. 339-380, esp. p.350.

También debe tenerse en cuenta el riesgo de fraude probable en caso de utilización de las aportaciones por la sociedad para un fin distinto del definido en el proyecto de *equity-crowdfunding*. Dadas las limitadas, por no decir nulas, facultades de los PSFPs en este sentido, tanto para estos como para los inversores resultará muy complicado supervisar y controlar el uso adecuado de los fondos³⁸.

Conectando el problema de la iliquidez con el de la rentabilidad, se ha señalado otro posible riesgo que puede derivar de esa falta de liquidez y de la posibilidad de reiterados acuerdos sociales contrarios a la distribución de dividendos. Para una hipótesis tal se ha afirmado que la forma más viable para el inversor de obtener un rendimiento sería que la sociedad decidiera llevar a cabo una Oferta Pública de Venta (salida a bolsa) o que otra sociedad o un fondo de capital riesgo se planteara su adquisición³⁹.

La primera hipótesis parece la más idónea para el inversor ya que le permitiría, en caso de haber altas expectativas en el mercado sobre el futuro de la empresa, vender su participación obteniendo previsiblemente un amplio margen con esa venta.

En el segundo supuesto existe el peligro de que solo sean adquiridas las acciones/participaciones que representen las mayorías de control de la sociedad. Una vez que los socios mayoritarios hubieran obtenido un alto rendimiento de esa venta, gracias a la llamada «prima de control» (lo que los adquirentes están dispuestos a pagar de más en la compra para obtener los privilegios resultantes de ostentar el control de la sociedad), los restantes socios se verían abocados a vender su parte a un precio menor, incluso a no poder venderla (v. *infra* posibles soluciones pactadas a este problema).

3. DILUCIÓN DE LA POSICIÓN SOCIAL

La medida principal frente al efecto de dilución se encuentra en el artículo 304 LSC con el reconocimiento de un derecho de preferencia o de suscripción preferente en los aumentos de capital con creación de nuevas participaciones o emisión de nuevas acciones con cargo a aportaciones dinerarias.

No obstante, tal derecho de preferencia establecido exclusivamente para dicho supuesto será fácil de eludir acordando los aumentos convenientes con cargo a aportaciones no dinerarias o por vía de compensación de créditos. En este último caso, podría incluso

³⁸ MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. y DEL CASTILLO IONOV, R., *est. cit.*, RB-5.6.

³⁹ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, «El “equity crowdfunding”...», *est. cit.*, p. 41.

llevarse a cabo el aumento compensatorio con una prima de emisión reducida, correspondiendo la mayor parte del crédito compensado a participación en el capital social del acreedor que compensa. Esta manipulación es posible dado que no existe un control externo sobre el valor atribuible a la prima de emisión y que, en lo que se refiere a la valoración de este tipo de empresas, influyen considerablemente las expectativas de crecimiento que se presenten, y en menor medida su balance⁴⁰.

Además, el artículo 308 LSC prevé la exclusión del derecho de preferencia siempre que «el interés de la sociedad así lo exija» siguiendo el procedimiento previsto en el precepto. Por esta vía, los socios mayoritarios podrían pretender la oferta de nuevas rondas de financiación sin pasar por el derecho de preferencia de los minoritarios.

Por otro lado, también a través de pactos parasociales podrían establecerse condiciones que, de cumplirse, permitirían la exclusión de ese derecho de preferencia. Parece que una cláusula tal podría estar prevista, incluso, en interés de los socios y no necesariamente en el de la sociedad como sí lo exige el artículo 308 LSC⁴¹.

Una posible medida de protección del socio minoritario podría ser la exigencia estatutaria de un «porcentaje de votos favorables superior al establecido por la ley, sin llegar a la unanimidad», para este tipo de asuntos (acuerdos de ampliación de capital o modificaciones estructurales de la sociedad promotora); exigencia permitida por el artículo 200 LSC que reforzaría la protección de los socios minoritarios si el porcentaje de votos a alcanzar requiriese su conformidad.

Sin embargo, ha de tenerse en cuenta la frecuencia con que, en la fase inicial de la aventura empresarial innovadora, conviene recurrir a varias rondas de financiación, por lo que una cláusula de ese tipo, en concreto, podría comprometer seriamente el futuro de la sociedad⁴². De ahí que convenga considerar y sopesar lo idóneo de otras medidas protecciónistas (sobre el particular se volverá *infra*).

IV. PROTECCIÓN DEL INVERSOR: MEDIDAS LEGALES

A este respecto reviste especial importancia el Capítulo IV (artículos 19 a 26) del RPFP. En líneas generales, partiendo de la categorización de los inversores en experimentados

⁴⁰ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., «El “equity crowdfunding...»», *op. cit.*, p. 48.

⁴¹ FELIU REY, J., *Los pactos parasociales en las sociedades de capital no cotizadas*, Madrid, Ed. Marcial Pons, 2012, p. 216.

⁴² ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., «El “equity crowdfunding”...», *est. cit.*, pp. 46-47.

y no experimentados⁴³, se refuerza la protección de los segundos con una serie de medidas que pretenden garantizar que sean lo más conscientes posible de los riesgos de la inversión. Si bien no corresponde a este lugar el examen exhaustivo del régimen legal, por ser su propósito principal el estudio de la tutela contractual del inversor, resulta conveniente una breve referencia que permita conocer someramente el nivel de protección del que parte el inversor conforme a la ley.

El RPFP impone a los PSFPs sometidos a su régimen un amplio deber de información, información que será «imparcial, clara y no engañoso» y se comunicará a los clientes antes de proceder a la operación de financiación participativa, habiendo de ponerse a su disposición en una sección fácilmente accesible del sitio web de la plataforma de financiación participativa (artículo 19.1).

El RPFP prevé evaluar la adecuación de los servicios ofrecidos a los inversores no experimentados antes de procurarles el acceso a los mismos, incluyendo la simulación de su capacidad de soportar pérdidas (artículo 21)⁴⁴; evaluación que deberá revisarse con carácter bienal. No obstante, debe tenerse en cuenta que el hecho de no facilitar la información exigida o de no resultar idónea la inversión para el inversor no experimentado —según la evaluación— no impedirá su participación en la oferta de financiación, sino que solamente se exige que este sea advertido del riesgo por el PSFP.

Por otro lado, los PSFPs facilitarán a los inversores potenciales una *ficha de datos fundamentales de la inversión* elaborada por el promotor del proyecto para cada oferta de financiación participativa que no estará sometida a la aprobación previa de las autoridades

⁴³ La LFSE empleaba una distinción semejante, estableciendo un régimen diferente para inversores «acreditados» y «no acreditados»; no obstante, el RPFP se remite en primer lugar para la caracterización de los inversores experimentados (siendo no experimentados todos aquellos que no reúnan los requisitos para ser considerados experimentados) a la definición de cliente profesional que figura en la anteriormente citada Directiva 2014/65 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014. Parece que este cambio debe ser valorado positivamente, pues con arreglo al régimen anterior se había puesto de manifiesto que la definición de «inversor acreditado» resultaba bastante más laxa que la aplicable al sector financiero: véase VERDÚ CAÑETE, M. J., «Límites legales a los proyectos de *crowdfunding* financiero», *Revista Lex Mercatoria*, núm. 8/2018, pp. 127-133, en especial p. 130.

Sin perjuicio de lo anterior, los PSFP podrán «acreditar» a otros sujetos para ser tratados como inversores experimentados de acuerdo con lo establecido en el anexo II del RPFP (artículo 2.1.j RPFP).

⁴⁴ Véase también el Reglamento Delegado (UE) 2022/2114 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican la prueba inicial de conocimientos y la simulación de la capacidad de soportar pérdidas para inversores potenciales no experimentados en proyectos de financiación participativa.

competentes (artículo 23 RPFP)⁴⁵.

Esta *ficha de datos fundamentales de la inversión* será imparcial, clara y no engañoso, habiéndose de presentar en un soporte duradero, independiente y que se distinga claramente de las comunicaciones publicitarias; y los PSFPs deberán establecer y aplicar procedimientos adecuados para verificar la exhaustividad, exactitud y claridad de la información contenida en la *ficha de datos fundamentales de la inversión* (artículo 23.11; véase *supra* apartado III).

Por otro lado, cabe destacar la supresión de los límites cuantitativos a la inversión anteriormente previstos en el artículo 82 LFFE, los cuales habían sido percibidos por algunos autores como insuficientes teniendo en cuenta el elevado riesgo asumido por el inversor.

En el RPFP, los límites cuantitativos se han visto sustituidos por la exigencia, cada vez que el inversor no experimentado acepte una oferta de financiación por importe superior a mil euros o al cinco por ciento de su patrimonio neto, de (i) una advertencia de riesgo, (ii) la manifestación del consentimiento expreso por el inversor y (iii) la demostración por este de que entiende la inversión y sus riesgos (artículo 21.7 RPFP). Se trata de una norma preocupante desde el punto de vista de la protección del inversor y, al mismo tiempo, contraria a lo afirmado en el considerando 46 del propio RPFP.

Por último, ya se había observado en relación con el régimen anterior⁴⁶ (y esta crítica resulta plenamente aplicable al actual) que los requisitos de información, junto con las preceptivas declaraciones de su conocimiento, parecen más dirigidos a blindar a los PSFP frente a eventuales reclamaciones de responsabilidad que a proteger a los inversores. En este sentido, a través de estas advertencias y manifestaciones del inversor se asegura dejar acreditado que el PSFP ha actuado con diligencia cumpliendo los requisitos establecidos por la ley, y que el inversor ha adoptado la decisión de invertir de manera plenamente libre, informada y consciente.

Se ha afirmado que una regulación óptima del *equity crowdfunding* será la que trate de prevenir solamente aquellos daños que sean mayores a los costes asociados a su

⁴⁵ La regulación de esta *ficha de datos fundamentales de la inversión* se desarrolla a través del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la *ficha de datos fundamentales de la inversión*.

⁴⁶ ALONSO ESPINOSA, F. J., *op. cit.*, pp. 357-360.

cumplimiento, asegurando la protección de los inversores ante los elevados riesgos asumidos, pero sin lastrar la formación de capital y la eficiencia del mercado que esta nueva forma de financiación pretende promover⁴⁷. Pero alcanzar esa meta es un reto cuyo resultado difícilmente satisfará a todos, considerando que existen, por un lado, voces partidarias de reducir las restricciones impuestas a la actividad de las plataformas⁴⁸ y, por otro, quienes abogan incluso por excluir la participación de los inversores no experimentados en *equity crowdfunding* (no en las modalidades de inversión a través de instrumentos de deuda) ⁴⁹.

V. PROTECCIÓN DEL INVERSOR: PACTOS PARASOCIALES

La LFFE se limita a establecer una serie de obligaciones de información y a garantizar el conocimiento de los riesgos asumidos por el inversor, pero no establece un régimen que module las relaciones jurídicas presentes en la financiación participativa de inversión y derivadas de ella⁵⁰.

Ante ello, podría resultar conveniente la articulación de mecanismos contractuales que tiendan a fortalecer la posición de los socios inversores en la sociedad y a paliar, hasta donde sea posible, los perjuicios asociados a los elevados riesgos asumidos. En esta dirección, se ha abogado por la inclusión obligatoria de algunas estipulaciones a través de modelos de estatutos o contratos, dirigidos a la tutela de los inversores⁵¹.

A falta de obligación legal, parece que la implementación de medidas de tutela de los micro-inversores va a depender, sobre todo, de la sociedad promotora y de los PSFPs, dado el mínimo —por no decir nulo— poder negociador de los inversores —individualmente considerados— sobre los estatutos, elaborados por los socios pre-existentes y sobre los contratos, normalmente estandarizados por los PSFPs. El interés de estos en ofrecer un servicio más fiable y satisfactorio para el inversor y de cumplir las

⁴⁷ PIERCE-WRIGHT, C. «State Equity Crowdfunding and Investor Protection», *Washington Law Review*, núm. 91/2016, pp. 847-886, esp. pp. 884-886.

⁴⁸ Vid. GALACHO ABOLAFIO, A.F. «Crowdfunding y shadow banking»: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 145/2017, pp. 173-203, esp. pp. 193-194.

⁴⁹ SÁNCHEZ RUIZ, M. «La (débil) posición jurídica...», *op. cit.*, p. 1.158.

⁵⁰ Señala SÁNCHEZ RUIZ («Digitalización de sociedades y *equity crowdfunding*», *Revista de derecho del mercado de valores*, n.º 29/2021, pp. 1-18, esp. pp. 7-9) que la escasa regulación en esta materia podría ser causa de notables diferencias en el ejercicio de sus correspondientes derechos por los socios inversores (en particular, en relación con la posibilidad de ejercitarse sus derechos por medios electrónicos).

⁵¹ NOVAL, J., *op. cit.*, pp. 26-27.

eventuales instrucciones promovidas por sus usuarios-inversores será determinante para el fortalecimiento de la posición jurídica del socio inversor.

Este trabajo se centra ahora en la tutela del inversor a través de *equity crowdfunding* por medio de pactos parasociales, sin obviar que algunos de estos podrían ser configurados como cláusulas estatutarias siempre que su contenido no contradiga la ley ni los principios configuradores de la forma social de la sociedad promotora (art. 28 LSC).

Los pactos parasociales se caracterizan por ser acuerdos celebrados entre socios al margen del contrato fundacional y de los estatutos sociales, y carentes, por lo tanto, de publicidad registral (con algunas excepciones como la prevista en el artículo 531 LSC para las sociedades anónimas cotizadas).

En consecuencia, la validez y eficacia de tales pactos dependerá solo de su respeto a los límites generales de la autonomía de la voluntad (artículo 1.255 del Código Civil), aunque hay quienes defienden que los pactos parasociales tampoco podrán contravenir las disposiciones societarias que pretendan la protección de terceros, especialmente acreedores⁵².

Una de sus principales ventajas de los pactos parasociales reside, pues, en permitir la concertación entre socios de acuerdos que no podrían ser incorporados a los estatutos sociales en virtud del artículo 28 LSC (por ejemplo, un pacto por el que todos los socios de una Sociedad de Responsabilidad Limitada se obligaran a votar a favor de cualquier transmisión de participaciones sociales, teniendo como resultado que la transmisión fuera prácticamente libre, contra lo dispuesto en el artículo 108 LSC).

Por el contrario, su principal desventaja estriba en desplegar su eficacia en un ámbito más reducido que las disposiciones estatutarias. A esto se refiere expresamente el artículo 29 LSC cuando determina que «los pactos que se mantengan reservados entre los socios no serán oponibles a la sociedad». Por supuesto, y aunque el precepto no lo señale, resulta de la aplicación de las normas reguladoras de obligaciones y contratos que los pactos tampoco serán oponibles a terceros distintos de la sociedad (arts. 1.257 y 1.091 del Código Civil).

Aunque se trata de una cuestión bastante controvertida y compleja —en cuya argumentación no procede entrar en profundidad aquí y ahora— debe mencionarse una

⁵² ARMENDIA GURREA, F. J., «La financiación en masa de las PYMES (Equity crowdfunding): Contribución al estudio de su régimen jurídico» [Tesis de Doctorado], *Universidad de Valencia*, 2019, p. 293.

importante —y no pacífica— excepción a la regla general de no oponibilidad a la sociedad de los pactos parasociales en ciertos supuestos⁵³, siempre que se dé la coincidencia subjetiva entre los pactos parasociales y el contrato de sociedad (esto es, que el pacto sea firmado por todos los socios —*pactos omnilaterales*—, con lo que es difícil sostener que la sociedad sea propiamente un tercero).

A pesar de que un sector autorizado de la doctrina coincide en defender la oponibilidad a la sociedad de ciertos pactos parasociales, sobre todo los omnilaterales, el Tribunal Supremo ha venido manteniendo un criterio contrario al considerar que la infracción de un pacto parasocial no constituye por sí solo motivo suficiente para estimar, con base en su incumplimiento, la acción de impugnación de acuerdos sociales⁵⁴.

Por último, cabe plantear el problema de la adhesión al pacto parasocial de los socios inversores que accedan a la sociedad por medio de posteriores rondas de financiación o por otra vía. Debe recordarse a estos efectos (v. *supra* 4.2) que el RPFP prevé, entre la información que debe facilitarse al inversor, la inclusión de la relativa a la existencia de pactos parasociales que impidan la transmisibilidad de los instrumentos de financiación participativa.

No obstante, que los futuros socios (no firmantes del pacto) dispongan de esta información no justifica que les sean oponibles. De hecho, una previsión tal únicamente se explicaría por el propósito de asegurar la máxima transparencia respecto de las

⁵³ Existen opiniones diversas sobre las condiciones adicionales que deben darse para que los pactos parasociales omnilaterales sean oponibles a la sociedad. En este sentido, PAZ-ARES, C. «El enforcement de los pactos parasociales», *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, núm. 5, 2003, pp. 19-42, en especial pp. 33-41 añadía el requisito de la coincidencia objetiva de los resultados del derecho de obligaciones y del derecho de sociedades (que justificaría, por razones de economía procedural, la aplicación del régimen societario a un acuerdo de naturaleza solamente obligacional).

⁵⁴ Véase la reciente Sentencia del Tribunal Supremo n.º 300/2022, de 7 de abril (ROJ: 1386/2022), que efectúa en su Fundamento Jurídico 5.º un examen de la jurisprudencia anterior sobre esta concreta cuestión, reiterando esta regla de inoponibilidad de los pactos parasociales a la sociedad. Procede advertir no obstante que, en palabras del tribunal, esta regla «debe entenderse sin perjuicio de la intervención, cuando proceda, de las limitaciones que imponen las exigencias derivadas de la buena fe y de la interdicción del abuso del derecho. Por ello algunas sentencias anteriores tuvieron en cuenta las particularidades que presentaba el caso enjuiciado para aplicar alguna de las cláusulas generales que sirven para evitar que la mera aplicación de ciertas reglas concretas del ordenamiento pueda llevar a un resultado que repugne al más elemental sentido jurídico» (*vid*, al respecto, la Sentencia 103/2016, de 25 de febrero [ROJ: 659/2016], que desestima la impugnación —por uno de los firmantes de un pacto parasocial— de una serie de acuerdos en los que se daba cumplimiento al mismo, por ser esta conducta contraria a la buena fe y a la confianza legítima del resto de los firmantes del pacto en el cumplimiento del mismo).

relaciones entre los socios mayoritarios⁵⁵.

Lo normal es que los socios pre-existentes exijan de nuevo la firma del pacto como requisito para la adquisición de las acciones/participaciones. No obstante, para garantizar a los socios inversores la incorporación al pacto de los futuros adquirentes, la medida más eficaz pasaría, de acuerdo con algunos autores, por la inclusión como prestación accesoria –en los estatutos– de la suscripción y cumplimiento del pacto parasocial⁵⁶.

A pesar del tenor literal del artículo 86 LSC, que exige la constancia del contenido concreto y determinado de la prestación accesoria, la doctrina ha considerado⁵⁷ que no sería necesario reproducir en los estatutos el contenido del pacto parasocial, sino que la prestación sería determinable extra-estatutariamente por referencia al pacto. Esta opción fue asimismo admitida por la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública⁵⁸ (antes Dirección General de los Registros y del Notariado), que estimó que la prestación accesoria quedaba suficientemente determinada por referencia al protocolo familiar de la sociedad, documentado en escritura pública.

No obstante, algunos autores han mantenido una opinión contraria a esta práctica, entendiendo que fuerza la razón de ser y la naturaleza de las prestaciones accesorias, entre otros motivos; y proponiendo como mecanismo alternativo la combinación de una cláusula de autorización que exija la firma del pacto para adquirir la condición de socio (art. 123.1 LSC) con una previsión que penalice su incumplimiento con la exclusión del socio incumplidor (art. 351 LSC)⁵⁹.

Por lo que respecta a las empresas emergentes⁶⁰, debe tenerse en cuenta que el artículo

⁵⁵ En este mismo sentido, en relación con una previsión semejante en el anterior art. 80.1.c LFFE, *vid.* ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S. «*Crowdfunding* de inversiones...», *est. cit.*, p. 348. El autor señalaba que, siendo esta la intención del precepto sería razonable extender su aplicación a otros pactos parasociales como la sindicación de voto o los pactos de salida. También defendía que esta información sobre los acuerdos extraestatutarios entre los mayoritarios sería más útil de ser procurada en el momento de la financiación y no después, lo que sí se exige en el régimen vigente.

⁵⁶ PÉREZ RAMOS, C. «Problemas que plantean los pactos parasociales», *Actum Mercantil & Contable*, núm. 20/2012, pp. 1-20.

⁵⁷ PAZ-ARES, C., *est. cit.*, p. 41.

⁵⁸ Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado, de 26 de junio de 2018, en el recurso interpuesto contra la negativa del registrador mercantil III de Valencia a inscribir una escritura de elevación a público de acuerdos sociales de una sociedad de responsabilidad limitada (BOE núm. 166, de 10 de julio de 2018).

⁵⁹ PERDICES HUETOS, A. «¿Puede la sociedad firmar un pacto de socios y preverlo como prestación accesoria?», disponible en www.almacendedderecho.org (última consulta el 07/05/2024).

⁶⁰ La definición del concepto de «empresa emergente» viene dada por el artículo 3.1 de la Ley 28/2022.

11.2 de la Ley 28/2022, de 21 de diciembre, de fomento del ecosistema de las empresas emergentes establece que las cláusulas estatutarias que incluyan la prestación accesoria de suscribir los pactos parasociales serán inscribibles «siempre que el contenido del pacto esté identificado de forma que lo puedan conocer no solo los socios que lo hayan suscrito sino también los futuros socios».

De esta manera, el incumplimiento del pacto podría funcionar como causa de exclusión; además, la sociedad podría denegar la transmisión de las acciones o participaciones a quien no esté dispuesto a adherirse al pacto (arts. 86 y 88 LSC).

1. PACTOS CONTRA EL RIESGO DE ILIQUIDEZ

Normalmente, las acciones/participaciones correspondientes a los promotores o socios de control (lo normal es que coincidan) son las que interesarán a un tercero que solo pretenda obtener el control de la empresa, pero no toda la titularidad de su capital. Incluso puede que la adquisición de aquellas se pretenda en el momento de incubación de la empresa, cuando no se ha llegado al punto de recuperación de la inversión, o puede que la empresa no haya alcanzado aún la madurez suficiente y, en consecuencia, el valor de mercado de las acciones/participaciones sea menor (v. gr. por la existencia de deudas o la insuficiencia de ventas). Pero también sería posible que, aun siendo eficiente transmitir las acciones/participaciones, la negociada por los socios de control maximice el beneficio individual de estos a costa del beneficio conjunto.

Cualquiera de esas situaciones, pero sobre todo la última, pueden llegar a darse con mucha frecuencia en el ámbito del *equity crowdfunding*. La reducida posición social de los socios minoritarios (micro-inversores) los priva de una participación decisiva en el control de la sociedad y, con ello, de un poder negociador eficiente, de modo que habrán de estar y pasar por lo actuado por los mayoritarios que, obrando en su propio interés, dejarán a los inversores a una suerte futura e incierta que podría conllevar la eventual venta de sus acciones/participaciones a un precio considerablemente menor del que potencialmente podría obtenerse.⁶¹ En consecuencia, y en principio, los socios minoritarios no podrían vender su participación, o se verían forzados a venderla a un precio mucho más bajo, por la diferencia correspondiente a la prima de control.

El principal pacto contra este riesgo de iliquidez vendría a ser el que recogiera un eventual

⁶¹ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S. «El “equity crowdfunding...”, *op. cit.*, pp. 8-9.

derecho de acompañamiento. La cláusula *tag-along* tiene como finalidad evitar los perjuicios resultantes de las ventas ineficientes de acciones/participaciones en perjuicio de algunos socios, otorgando a tales socios la opción de exigir la venta de sus acciones/participaciones en las condiciones pactadas, una vez se tiene conocimiento de la enajenación de las acciones/participaciones de otro socio⁶².

La articulación de esta cláusula de acompañamiento tiene lugar a través del derecho otorgado a un socio de poder exigir la venta de su participación social de manera conjunta con el socio que reciba una oferta de adquisición de la suya por parte de un tercero⁶³.

En relación con ello debe puntualizarse que, en este ámbito, esta cláusula se presenta como una alternativa al ejercicio del derecho de suscripción preferente, dado que en ocasiones el ejercicio de este derecho no será una opción viable o satisfactoria para el socio. Los motivos son, como ya se ha comentado, que el inversor no experimentado presentará con frecuencia una capacidad financiera insuficiente para ejercitarse el derecho de suscripción preferente; y que, además, son los socios fundadores los titulares y gestores del *know how* necesario para el desarrollo del proyecto empresarial, por lo que es posible que el resto de socios no deseen permanecer en la sociedad tras la salida de aquello.

En consecuencia y en lo que aquí interesa, la cláusula *tag-along* permitiría al socio minoritario enajenar su participación en la sociedad en el caso de que la salida de los socios pre-existentes supusiera, a su juicio, un riesgo para la futura marcha de la empresa. Todo ello sin verse obligado a realizar esta enajenación por un precio inferior al que podría obtener de producirse la venta conjunta.

Además, podría preverse, para los casos en que el tercero adquirente no quiera hacerse con más acciones o participaciones que las incluidas en la oferta inicial, que dicha venta se produzca a través de la enajenación por todos los socios que quieran ejercitarse el derecho de arrastre de un número de acciones/participaciones proporcional a su participación en

⁶² Se ha sugerido la incorporación obligatoria de una cláusula-tipo de acompañamiento que aportaría una mayor protección que la simple advertencia de que este riesgo existe para los socios minoritarios y que ya estaba prevista en la regulación italiana de la financiación participativa, como «diritto di covendita» (ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S. «El “equity crowdfunding...”, *op. cit.*, p. 41).

⁶³ GARCÍA MARTÍNEZ, A., «Las cláusulas de arrastre en la doctrina de la Dirección General de los Registros y el Notariado (A propósito de la resolución de la DGRN de 4 de diciembre de 2017)», *Revista de Derecho de Sociedades*, 2018, pp. 1-18, en especial p. 6.

la sociedad⁶⁴.

Esta solución sería igualmente beneficiosa para los inversores ya que seguirían asegurando la pertenencia a la sociedad de los antiguos socios, aun con un porcentaje de participación inferior.

No obstante, esto tendría como consecuencia un «efecto cerrojo»⁶⁵ que ocasionaría que el socio mayoritario no lograse desvincularse de la sociedad, habiendo perdido además parte de su control sobre la misma. Por este motivo es bastante probable que los socios promotores consideren introducir esta cláusula únicamente bajo condición de poder apartarse de la venta en caso de que finalmente el tercero no quiera adquirir una participación mayor en la sociedad.

Debe tenerse en cuenta, además, que estos pactos pueden ser estatutarios o parasociales. La incorporación de esta cláusula a los estatutos conllevaría su oponibilidad frente a terceros.

Sin embargo, existe un sector de la doctrina que continúa recomendando su configuración como pacto parasocial, y no su inclusión en los estatutos⁶⁶, con base en la posibilidad siempre abierta de su eliminación a través de una modificación estatutaria y «rediseño de su mecánica», pasando a procurar una protección inadecuada⁶⁷.

En el caso específico de las cláusulas *tag along* parece que la sola eficacia obligatoria, dada su inoponibilidad a terceros, no sería un problema si se regulan medios eficientes de auto-tutela. Si bien no corresponde entrar aquí en un examen exhaustivo de esta cuestión, resulta especialmente interesante asegurar la auto-ejecutividad del pacto mediante lo que

⁶⁴ ESPEJO Y VALDELOMAR, J., y GRAÑÉN GARCÍA-IBARROLA, M., «Los pactos de salida, una solución a los conflictos societarios», *Revista Aranzadi Doctrinal*, 2012, pp. 181-194, en especial pp. 187-188.

⁶⁵ GARCÍA MARTÍNEZ, A, *est. cit.*, p.9.

⁶⁶ A pesar de que la DGSJFP se ha pronunciado favorablemente en relación con la previsión estatutaria de estas cláusulas, se ha apuntado que podrían resultar nulas (en aplicación del artículo 108.2 LSC y 123.5 del Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil) en función de su configuración específica. *Vid.*, VERDÚ CAÑETE, M.J., «Derechos de arrastre y acompañamiento en el ámbito del *equity-crowdfunding*» en GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, M.B. y COHEN BENCHETRIT, A. (dirs.), *Derecho de sociedades: los derechos del socio*, Valencia, Ed. Tirant Lo Blanch, 2020, pp. 707-725, en particular pp. 713-717; especialmente respecto de las denominadas cláusulas «*tag along en dedans*»: aquellas por las que el capital objeto de la transmisión no varía tras el ejercicio por el socio del derecho de acompañamiento, de modo que cada socio transmite un capital proporcional a su participación en la sociedad.

⁶⁷ SÁEZ LACAVE, M.I. y BERMEJO GUTIÉRREZ, N., «Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad», *Revista de Derecho de Sociedades*, 2007, pp. 133-159, esp. pp. 156-159.

se ha llamado un *put* u opción de venta.

En caso de que el socio, incumpliendo el pacto parasocial, proceda a la enajenación de su participación a espaldas de otro socio vinculado, nacería para este último el derecho a vender su participación al primero (*put*), quedando este forzado a comprarla⁶⁸. De esa manera se asegura la tutela del interés del socio sin enfrentarse a la protección legal del tercero de buena fe.

Finalmente, se ha señalado⁶⁹ una interesante variante de esta cláusula adaptada a la problemática de la financiación colectiva desde el punto de vista del inversor minoritario. Consiste en que, al recibirse una oferta de adquisición de acciones o participaciones hecha por un tercero, serían los socios minoritarios los primeros en realizar la desinversión, ocupando los socios mayoritarios el segundo lugar en esta transmisión.

Además de los pactos de acompañamiento, también se ha indicado la conveniencia de los llamados *pactos de recompra* para los acuerdos de financiación empresarial a través de micro-financiación, dada la iliquidez que caracteriza a las acciones y participaciones de las sociedades promotoras⁷⁰.

Estos pactos obligarían a los socios pre-existentes a adquirir de los socios inversores sus participaciones cuando se cumplan las condiciones acordadas en el pacto. Este podría ser un remedio conveniente para anticiparse a situaciones en que los antiguos socios provoquen una situación de bloqueo en la compañía o se encuentren en circunstancias con las que el inversor no quiera ser relacionado (por ejemplo, un escándalo mediático)⁷¹. De igual modo, cabe imaginar otras situaciones directamente relacionadas con la rentabilidad, como la privación injustificada de dividendos⁷².

Aunque lo más deseable para el inversor, dada la imprevisión de eventos que pueden tener lugar, sería otorgar «una opción de venta del socio inversor a los socios fundadores (o a otros inversores) a un precio predeterminado y ejercitable en cualquier momento». Se

⁶⁸ SÁEZ LACAVE, M.I. y BERMEJO GUTIÉRREZ, N., *est. cit.*, esp. pp. 154-155.

⁶⁹ GONZÁLEZ CABRERA, I., «La relevancia de los pactos parasociales en el *equity crowdfunding*», en GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, M.B. y COHEN BENCHETRIT, A. (dirs.), *Derecho de sociedades: los derechos del socio*, Valencia, Ed. Tirant Lo Blanch, 2020, pp. 1.181-1.202, esp. p. 1.199.

⁷⁰ SÁNCHEZ RUIZ, M., «La (débil) posición jurídica...», *op. cit.* p. 1.157. A los eventuales pactos de recompra como información necesaria, en su caso, de la ficha de datos que han de procurar los OSFP se refiere el Anexo I, parte D, g) del Reglamento UE 2020/1503, de 7 de octubre de 2020.

⁷¹ SÁEZ LACAVE, M.I. y BERMEJO GUTIÉRREZ, N., *op. cit.*, pp. 139-140.

⁷² ARMENDIA GURREA, F. J., *op. cit.*, p. 314.

trata de un pacto bastante perjudicial para los socios fundadores, cuya posibilidad de incorporación dependerá de la posición de los inversores en la negociación (por ejemplo, del nivel de riesgo asumido). En todo caso, será fundamental que el precio sea determinado o fácilmente determinable para asegurar la ejecución del pacto.

Por último, un remedio para asegurar a los inversores una cierta liquidez y un rendimiento en caso de que los socios pre-existentes decidan vender sus acciones/participaciones lo constituye el «derecho a mejor fortuna», que permitiría a aquellos participar en las plusvalías obtenidas por éstos⁷³. Esta cláusula podría resultar eficaz para procurar una retribución adicional al inversor por el potencial incremento en el riesgo que implica el cambio de control, especialmente cuando el inversor no esté interesado en desinvertir.

2. PACTOS CONTRA EL RIESGO DE NULA RENTABILIDAD

Como es bien sabido, uno de los mayores intereses del socio es obtener una rentabilidad de su inversión a partir de la enajenación de su participación social a un precio superior a aquél por el que fue adquirida; o bien mediante la distribución de beneficios a través del reparto de dividendos.

No obstante, es más que probable que los administradores de una sociedad de reciente creación opten por la autofinanciación por medio de los beneficios sociales para evitar hacer frente a los costes derivados de otras formas de financiación. Esto podría lograrse con la aprobación de un dividendo nulo año tras año, incluso en virtud de un acuerdo social que prohíba el reparto de beneficios durante los ejercicios posteriores.

Otra cuestión quizá menos intuitiva, pero que también merece ser considerada, es la posibilidad de que los socios fundadores decidan vender su participación en la sociedad por recibir una determinada oferta de un tercero o porque consideren que finalmente el proyecto no va a ser lo suficientemente rentable, con el consiguiente perjuicio que puede conllevar que estos salgan de la sociedad para el resto de los inversores.

Debe tenerse en cuenta que, en muchos casos, las sociedades financiadas son *startups*, sociedades de reciente creación cuyo éxito depende en gran medida no tanto de activos tangibles sino del desarrollo de una idea o un modelo de negocio innovador desarrollado por los socios pre-existentes. En consecuencia, la salida de estos de la sociedad conllevaría un riesgo considerable para la propia subsistencia de esta. Por tanto, podría

⁷³ GONZÁLEZ CABRERA, I., *op. cit.*, p. 1.200.

ser atractivo para los inversores que los promotores de la iniciativa de micro-financiación establecieran garantías que aseguraran su permanencia en el proyecto.

Esto podría articularse a través de pactos parasociales que aseguren la permanencia en la empresa de los socios cuya contribución se considere necesaria para el éxito de la iniciativa, al menos durante un tiempo razonable⁷⁴.

Se trata de los llamados pactos de permanencia (o *lock-ups*, en el Derecho anglosajón). Estos pactos, como se puede intuir, pretenden asegurar la permanencia de determinados socios de especial relevancia durante un tiempo mínimo para asegurar una generación de valor suficiente antes de abandonar el proyecto.

A este respecto, la LSC prevé, como excepción a la prohibición de establecer cláusulas que imposibiliten la transmisión voluntaria de las participaciones sociales por actos *inter vivos* sin atribuir el derecho de separación, que «los estatutos podrán impedir la transmisión voluntaria de las participaciones por actos *inter vivos*, o el ejercicio del derecho de separación, durante un período de tiempo no superior a cinco años» (art. 108 LSC).

Es aquí donde, dada la limitación legal en cuanto a la duración de la prohibición, que impediría su acceso a los estatutos si se pactase un plazo superior a los cinco años, resulta interesante la constitución del acuerdo por medio de un pacto parasocial.

Así, en el plano del Derecho de obligaciones, sería viable un pacto de permanencia por tiempo superior si bien su exigibilidad, conforme a las reglas de eficacia de los pactos parasociales, tendría lugar únicamente inter-partes, sin que tal pacto fuera oponible a la sociedad o a terceros⁷⁵.

En la misma línea de evitar los perjuicios derivados de la eventual salida de determinados socios o que estos dejen de trabajar para la sociedad, otra opción es la de concertar pactos de no competencia y exclusividad.

Adquieren especial relevancia en relación con esta finalidad los pactos de competencia post-contractuales. Respecto a los pactos contractuales (los que pretenden evitar las conductas competitivas mientras el socio sigue siendo socio), normalmente no será necesaria su concertación de cara a los proyectos de financiación participativa, teniendo

⁷⁴ GONZÁLEZ CABRERA, I., *est. cit.*, p. 1.197.

⁷⁵ SOLANS CHAMORRO, L., *op. cit.*, p. 41.

en cuenta que la LSC establece para los administradores de la sociedad la prohibición de competencia con la misma (art. 229.1.f), y que lo más común es que los socios fundadores o antiguos sean administradores de la sociedad.

Por el contrario, tanto para los pactos de no competencia contractuales celebrados con socios no administradores como para los post-contractuales (aquellos que tienen por finalidad la proscripción de la concurrencia una vez terminada la relación jurídica con la sociedad), habrán de tenerse en cuenta para su configuración jurídica las normas sobre Derecho de la competencia relativas a los acuerdos anticompetitivos⁷⁶.

En este sentido, se considerará que el pacto es válido si⁷⁷: (i) reviste carácter indispensable y existe un interés legítimo (entendiéndose por tal la protección de los secretos empresariales o del fondo de comercio) y (ii) el alcance de la prohibición está ajustado a su finalidad y no se produce una incidencia excesiva sobre la libertad económica del socio⁷⁸.

Por último, debe tenerse en cuenta que las normas de Defensa de la Competencia no serían aplicables si la prohibición carece de importancia suficiente (art. 5 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia).

Por otro lado, en cuanto a los pactos de exclusividad, estos pueden convenirse con carácter absoluto, si implican la prohibición de dedicarse a cualquier actividad distinta a la desarrollada para la sociedad; o con carácter relativo, si la exclusividad se refiere únicamente al sector propio de la sociedad (en este caso, habría que tener en consideración las reglas que rigen los pactos de no competencia). Estos pactos suelen establecer un número mínimo de horas de dedicación del socio a la sociedad, y también algunas excepciones, como las actividades docentes⁷⁹.

3. PACTOS CONTRA EL RIESGO DE DILUCIÓN

Considerando el perfil típico del inversor en la financiación participativa, es posible que el socio inversor minoritario que participa en este tipo de financiación no tenga

⁷⁶ ALONSO SOTO, R. «Los pactos de no competencia en el Derecho de sociedades», *Boletín de Sociedades*, núm. 10/2018, Gómez-Acebo & Pombo, 2018, pp. 4-11, en especial pp. 7-10.

⁷⁷ ALONSO SOTO, R., *est. cit.*, p.11.

⁷⁸ Respecto a los límites relativos al alcance de la prohibición, véase SOLANS CHAMORRO, L., *est. cit.*, pp. 48-49.

⁷⁹ SOLANS CHAMORRO, L., *est. cit.*, p. 49.

posibilidad de concurrir a las ampliaciones de capital posteriores a su entrada en la sociedad por motivos financieros. También puede suceder que el derecho de preferencia quede excluido por tener lugar la ampliación mediante aportaciones no dinerarias o compensación de créditos.

La doctrina ha señalado en este punto que sí sería admisible, ya sea a través de una cláusula estatutaria o de un pacto parasocial (omnílateral), establecer el derecho de preferencia para el caso de compensación de créditos. Esto permite solventar unos de los supuestos más problemáticos puesto que la ampliación por medio de compensación ni siquiera requiere que el inversor sea propietario de un activo valioso para la actividad de la sociedad⁸⁰.

Otra opción sería el establecimiento de mayorías cualificadas para acordar una ampliación de capital, requiriendo el voto favorable de un determinado porcentaje de socios minoritarios.

No obstante, debe también tenerse en cuenta que esta decisión podría afectar negativamente a la supervivencia de la sociedad, dado que se frenaría su acceso a la financiación por esta vía, cuando precisamente el recurso a la financiación colectiva tiene entre sus motivos la dificultad para las PYMES de acceder a otros tipos de financiación⁸¹.

Por otro lado, en la práctica de sociedades existe una amplia variedad de pactos tendentes a reducir la dilución provocada por la diferencia entre el precio de las acciones/participaciones en el momento en que el inversor las adquirió y su valor de mercado en el momento en que la sociedad plantea una nueva ronda de financiación, cuando el segundo sea superior al primero y el socio no pueda o no desee ejercitar su derecho de preferencia.

En este supuesto, se estaría posibilitando a los nuevos inversores incorporarse al proyecto empresarial con un coste proporcionalmente inferior al asumido por los anteriores inversores. Correlativamente, y aunque los inversores ejerciten su derecho de preferencia, estos últimos habrán pagado por su participación en la sociedad un precio medio superior a su valor actual.

⁸⁰ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., «El “equity crowdfunding”...», *est. cit.*, pp. 47-48.

⁸¹ GONZÁLEZ CABRERA, I., *est. cit.*, pp. 1.193-1.194. Según esta última autora, si bien esta medida podría entorpecer las futuras rondas de financiación que pueda requerir el desarrollo de la empresa, este riesgo se ve minimizado por el derecho de suscripción preferente y el interés de los socios en no adoptar decisiones que puedan perjudicar la rentabilidad de su inversión.

Una de las cláusulas más típicas de entre las que persiguen esta finalidad es la de precio medio ponderado o *weighted average price*, consistente en atribuir al inversor un derecho de preferencia sobre la nueva ronda de financiación de un número de acciones/participaciones igual a dividir el importe total invertido por el inversor entre un nuevo precio medio ponderado (que se calculará de manera diferente según las especificidades de la cláusula, pero siempre será superior al precio pagado por cada acción/participación en su inversión inicial)⁸². Evidentemente, tanto este pacto como el siguiente implicarán la renuncia al derecho de preferencia por parte de algunos socios, normalmente, en la multi-financiación, los fundadores o antiguos socios.

Otro pacto más ventajoso para los socios inversores, pero también más gravoso para los socios que renuncian a su derecho de preferencia, es la llamada cláusula *full ratchet*. Esta cláusula otorga al socio inversor el derecho a acudir a la nueva ronda de financiación adquiriendo una proporción de acciones/participaciones equivalente a la que hubiera podido adquirir con el capital aportado inicialmente a la sociedad, si el precio hubiera sido el establecido para la nueva ronda de financiación⁸³.

4. PACTOS PARA EL FORTALECIMIENTO DE LOS DERECHOS POLÍTICOS DE LOS SOCIOS MINORITARIOS.

Finalmente, podría plantearse la adopción de pactos cuya finalidad consista en evitar o reducir los efectos negativos de la dilución del porcentaje de participación de los inversores minoritarios en relación con sus derechos políticos o, desde el punto de vista de tales como colectivo, de la atomización de la participación en el capital que pueda suponer cierta indefensión frente a los socios mayoritarios. Se trataría, pues, de articular fórmulas asociativas que permitan agregar las voluntades de los socios minoritarios para aumentar su influencia conjunta en la sociedad⁸⁴.

⁸² ANTÓN SANZ, S. «Cláusulas antídilución en operaciones de Venture Capital». Recuperado de <https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2018/03/clausulas-antidilucion-en-operaciones-de-venture-capital.pdf> (última consulta el 04/11/2024), pp. 1-3.

⁸³ SOLANS CHAMORRO, L., *est. cit.*, pp. 49-50.

⁸⁴ Algunos autores afirman que estos pactos serían menos interesantes por cuanto este tipo de inversor tendrá como objetivo, normalmente, maximizar la plusvalía obtenida con la venta posterior de los instrumentos de patrimonio adquiridos, sin tomar parte en la gestión de la sociedad (véase GONZÁLEZ CABRERA, I. *est. cit.*, pp. 1.191-1.192). Además, la intromisión de los inversores minoritarios podría entorpecer el desarrollo del proyecto por los mayoritarios. No obstante, podrían darse situaciones en las que los socios minoritarios quieran valerse de sus derechos políticos para participar en decisiones no meramente empresariales (por ejemplo, para proteger su posición dentro de la sociedad en el marco de una modificación estatutaria).

Un ejemplo claro de esta problemática podría plantearse en las Sociedades de Responsabilidad Limitada, para las que no se prevé legalmente un sistema de representación proporcional para el nombramiento de miembros del Consejo de administración al modo que lo hace el artículo 243 LSC para las anónimas. No obstante, la DGSJFP, en su resolución de 28 de marzo de 2022 (BOE núm. 93, de 19 de abril de 2022) ha dado vía libre al sistema de representación proporcional para el nombramiento de consejeros en la SL siempre que tal está previsto en los estatutos sociales. En otro caso, tal nombramiento se producirá conforme a las reglas generales de adopción de acuerdos (art. 198 LSC).

En cualquier caso, de ser colegiada la modalidad de administración adoptada, a fin de evitar que la gestión de la sociedad recaiga enteramente en quienes designen los socios mayoritarios, podría también concertarse un pacto parasocial en virtud del cual se garantice a los micro-inversores la designación de determinado número de miembros del órgano de administración con regla de proporcionalidad distinta de la prevista en el artículo 243 LSC (incluyendo en el acuerdo la constitución de un órgano de administración, dado que en algunos casos la sociedad contará únicamente con un administrador único o dos administradores solidarios o mancomunados)⁸⁵.

Otra forma de proteger los intereses de los socios minoritarios son los pactos parasociales de sindicación de voto. Se trata de una clase de pactos por medio de los cuales los socios se obligan entre sí o frente a terceros a votar en los órganos de la sociedad «en un determinado sentido, decidido por la mayoría del sindicato y ejerciendo el voto por sí mismos o a través de un representante, elegido mayoritariamente por el sindicato quien le habrá otorgado legitimidad para ello»⁸⁶.

Existe una gran variedad de fórmulas de organización del sindicato de voto, entre otras⁸⁷: la cesión de la posesión de las acciones/participaciones sindicadas al síndico, la constitución de un derecho real de usufructo en favor del síndico o la constitución de una sociedad *holding* como tenedora de las acciones/participaciones⁸⁸.

Uno de los mayores problemas que se plantean en relación con este tipo de pactos es el

⁸⁵ SOLANS CHAMORRO, L., *est. cit.*, p. 40.

⁸⁶ GALEOTE MUÑOZ, M.ª. P. «Los sindicatos de voto. Concepción tradicional y su futuro próximo a la luz de la Propuesta de Código Mercantil», Serie Working Papers IE-Law School, AJ8-204, 2013, pp. 10-11.

⁸⁷ *Vid.*, GALEOTE MUÑOZ, M.ª. P., *est. cit.*, pp. 19-22.

⁸⁸ Posibilidad expresamente prevista en el vigente artículo 56 de la LFFE.

de su eficacia, dada la regla general de no oponibilidad de los pactos parasociales que adquiere especial importancia en la categoría de los ‘pactos de organización’⁸⁹. Estos se caracterizan por tener por objeto regular la influencia conjunta de los firmantes del pacto en la sociedad, de modo que su eficacia y su ejecución se proyectan directamente sobre la misma⁹⁰.

No existe un amplio consenso doctrinal sobre la admisibilidad de la acción de cumplimiento forzoso en el caso de los pactos de organización. No obstante, debe relativizarse la importancia práctica de esta cuestión en los pactos de sindicación de voto ya que, aun en el caso de que fuera viable instar el cumplimiento forzoso de tales pactos, como admite parte de la doctrina, esto implicaría que el juez podría sustituir la voluntad del socio, en la sentencia, respecto al sentido del voto. Pero, dado que el pacto no es oponible a la sociedad, no sería posible impugnar un acuerdo social, una vez adoptado, por infracción del convenio de voto.

Aunque se ha sugerido⁹¹ como remedio a esta cuestión la solicitud de medidas cautelares, en caso de cumplirse los requisitos del artículo 728 LEC, el cumplimiento de estos requisitos, el desembolso económico que conlleva la prestación de caución y la poco probable situación de que el socio díscolo advierta de su intención de desvincularse de lo pactado, hacen de esta una opción poco funcional.

Por lo tanto, sería más recomendable en estos supuestos la previsión de una cláusula penal para el caso de incumplimiento⁹²; o, siempre que los estatutos sociales lo permitan, la formalización de un contrato de prenda sobre las acciones o participaciones en garantía del cumplimiento del pacto, gozando el acreedor pignoraticio de los derechos de voto sobre tales acciones o participaciones (además, el acreedor pignoraticio podría ser una sociedad constituida por los integrantes del pacto)⁹³.

En estrecha relación con esta cuestión, algunos PSFPs ya se habían ocupado –incluso antes de su previsión expresa en la LFFE– de incluir en los pactos de socios o en los propios acuerdos de inversión (esto es, los que van a regular la relación jurídica entre el

⁸⁹ Siguiendo la muy conocida clasificación efectuada por PAZ-ARES. *Vid. PAZ-ARES, C., est. cit.*, pp. 19-20.

⁹⁰ PAZ-ARES, C., *est. cit.*, pp. 22-23.

⁹¹ PAZ-ARES, C., *est. cit.*, p. 26.

⁹² PÉREZ RAMOS, F. J., *op. cit.*

⁹³ ARMENDIA GURREA, F. J., *op. cit.*, pp. 301-302.

inversor y el promotor) ciertas cláusulas que constituyen auténticos pactos parasociales de sindicación de voto consistentes en la designación de un representante común. La aceptación de estos pactos se configura, así, como prestación indispensable para la adquisición de las acciones o participaciones.

Por último, resulta interesante resaltar que, en lo relativo al régimen de responsabilidad por incumplimiento por el socio de las obligaciones asumidas, se prevé la atribución al resto de socios de una opción de compra sobre las participaciones de aquel. Se establece además que el precio se corresponderá con el valor nominal de las participaciones.

Puede constatarse, por tanto, que algunos PSFPs ya han asumido la configuración de un pacto de sindicación que determine las relaciones de organización entre la sociedad y los socios inversores que acceden a la ronda de financiación. Esto debe verse como una práctica positiva, pues contribuye a mitigar la pérdida de influencia de los socios sobre la sociedad a través de la fragmentación del voto, a la vez que contribuye a una gestión más ágil del proceso de adopción de acuerdos.

VI. CONCLUSIONES

I. El *equity crowdfunding* se presenta como una herramienta de democratización de la inversión que permite a una multitud de inversores descentralizados invertir en proyectos empresariales. El sistema facilita a los promotores de proyectos empresariales innovadores y arriesgados el acceso a la financiación a un coste asequible, reduciendo la dependencia de la financiación tradicional.

II. En el ámbito europeo, el RPPF establece una regulación armonizada aplicable a las ofertas de financiación participativa que no superen los cinco millones de euros, una vez concluido el periodo transitorio establecido para la adaptación de los PSFPs autorizados bajo la legislación anterior.

III. Los PSFPs, en su labor de intermediación entre inversores y promotores de los proyectos, quedan sujetos a un deber de neutralidad que se proyecta especialmente sobre la selección de los proyectos a publicar y sobre la *ficha de datos fundamentales de la inversión*. Ello no quiere decir que los PSFP deban ni puedan asumir el asesoramiento financiero de los inversores, ni efectuar un análisis exhaustivo de los riesgos particulares de cada proyecto publicado.

IV. Esta cuestión ha suscitado una considerable pluralidad de posturas doctrinales. Para algunos autores es un error permitir a inversores inexpertos el libre acceso a esta forma

de inversión mientras que, para otros, el marco regulatorio puede llegar a ser demasiado restrictivo y amenazar con despojar a la multi-financiación de sociedades de capital de sus características ventajosas frente a otros modos de inversión. En una posición intermedia, muchos autores consideran que se debería procurar una mayor protección a los inversores no acreditados, más allá de los deberes de evaluación y las advertencias de riesgo.

V. El mayor peligro que podría derivarse del desarrollo de este sistema de financiación es la desprotección del inversor que no dispone de la formación suficiente para llevar a cabo un análisis apropiado de la viabilidad de la inversión a realizar. El riesgo se acentúa por la ambigüedad del deber que pesa sobre los PSFPs de evaluar los proyectos publicados.

VI. Los principales riesgos derivados del *equity crowdfunding* se manifiestan en la dificultad para desinvertir en los proyectos, la incertidumbre en relación con su rentabilidad —incluso en proyectos exitosos— y la posibilidad de que la cuota de participación de los inversores resulte diluida como consecuencia de ulteriores rondas de financiación.

VII. La evidencia de todos estos riesgos y la escasez de medidas específicamente destinadas a tutelar los intereses del inversor hace que devenga necesidad de primer orden la concertación de pactos entre los socios, tendentes a reforzar la protección del inversor minoritario.

VIII. Como garantías de la rentabilidad del proyecto y el aseguramiento de su inversión, a través de la protección del *know how* empresarial, se podrían concertar pactos de permanencia, de no competencia o de exclusividad de los fundadores durante un plazo determinado.

IX. Para anticiparse a eventuales actuaciones de los fundadores o antiguos socios en perjuicio de la sociedad o de los inversores, se podrá pactar el derecho en favor de los socios minoritarios de llevar a cabo la desinversión junto con aquellos en caso de que decidan transmitir sus acciones o participaciones, a través de cláusulas de acompañamiento o *tag along*; o la obligación de estos últimos de adquirir las acciones/participaciones de los inversores cuando se den las condiciones acordadas, que pueden ser de muy diversa índole.

X. Respecto al refuerzo de los derechos políticos de los socios minoritarios, podrían

pactarse cláusulas anti-dilución, prever un sistema de representación proporcional para el nombramiento de los administradores o la constitución de sindicatos de voto, como mecanismo reseñable por suponer la agrupación de los intereses de los socios minoritarios como medio de aumentar su influencia dentro de la sociedad. Algunos de estos pactos, como los últimos, ya han sido previstos en los acuerdos de inversión preestablecidos por algunos PSFPs, así como en la vigente LFFE.

XI. En lo que se refiere a la protección de los inversores no profesionales, la negociación de este tipo de pactos con las sociedades promotoras por parte de los PSFPs, dado el escaso poder de influencia de los micro-inversores sobre los contratos, constituye una conducta realmente positiva que debería fomentarse de cara a la salvaguarda de la confianza de los inversores en esta forma de financiación y, en consecuencia, para impulsar su operatividad en España. Incluso, podría contemplarse la inclusión obligatoria de algunos de ellos en los acuerdos de inversión.

VII. BIBLIOGRAFÍA

- ALONSO ESPINOSA, F.J. «Protección de la inversión a través de plataformas de financiación participativa» en LÁZARO SÁNCHEZ, E.J. y DE LA VEGA GARCÍA, F. (dirs.), *Crowdfunding: Cooperación Colectiva al Servicio de la Financiación*, Cizur Menor, Ed. Aranzadi, 2018, pp. 339-380.
- ALONSO SOTO, R. «Los pactos de no competencia en el Derecho de sociedades», *Boletín de Sociedades*, núm. 10/2018, Gómez-Acebo & Pombo, 2018, pp. 4-11.
- ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S. «Crowdfunding de inversiones (equity crowdfunding)» en CUENA CASAS, M. *Aspectos legales de la financiación en masa o crowdfunding*, Valencia, Ed. Tirant lo Blanch, 2020, pp. 323-359.
- ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S. «El “equity crowdfunding” o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación», *Cuadernos de Derecho y comercio*, nº61/2014, pp. 13-58.
- ANTÓN SANZ, S. «Cláusulas antidilución en operaciones de Venture Capital». Recuperado de <https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2018/03/clausulas-antidilucion-en-operaciones-de-venture-capital.pdf> (última consulta el 04/11/2024).
- ARMENDIA GURREA, F. J. «La financiación en masa de las PYMES (Equity crowdfunding): Contribución al estudio de su régimen jurídico» [Tesis de Doctorado], *Universidad de Valencia*, 2019.
- BORRALLO FERNÁNDEZ, C. «Régimen general del crowdfunding: el promotor y el inversor» en CUENA CASAS, M. (dir.), *Aspectos legales de la financiación en masa o crowdfunding*, Valencia, Tirant lo Blanch, 2020, pp. 299-321.
- CNMV, «Preguntas y Respuestas dirigidas a empresas FinTech sobre actividades y servicios que pueden tener relación con la CNMV», pág. 11, documento disponible en línea en <https://cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QAsFinTech.pdf> (última consulta el 20/03/2022).
- CUENA CASAS, M. «La protección del inversor en el crowdfunding lucrativo» en CUENA CASAS, M. (dir.), *Aspectos legales de la financiación en masa o crowdfunding*, Valencia, Tirant lo Blanch, 2020, pp. 465-498.
- ESPEJO Y VALDELOMAR, J. y GRAÑÉN GARCÍA-IBARROLA, M. «Los pactos de salida, una solución a los conflictos societarios», *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm. 5/2012, pp. 181-194.
- FELIU REY, J. *Los pactos parasociales en las sociedades de capital no cotizadas*, Madrid, Ed. Marcial Pons, 2012.
- GALACHO ABOLAFIO, A.F. «Crowdfunding y shadow banking”: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 145/2017, pp. 173-203.
- GALEOTE MUÑOZ, M.ª P. «Los sindicatos de voto. Concepción tradicional y su futuro próximo a la luz de la Propuesta de Código Mercantil», *Serie Working Papers IE-Law School*, AJ8-204, 2013.
- GARCÍA MARTÍNEZ, A. «Las cláusulas de arrastre en la doctrina de la Dirección General de los Registros y el Notariado (A propósito de la resolución de la DGRN de 4 de diciembre de 2017)», *Revista de Derecho de Sociedades*, 2018, pp. 1-18.

GIRALT, A. y GONZÁLEZ NIETO, J. «Financiación de la PYME en el mercado financiero español. La experiencia y proyección del MAB», *Bolsas y Mercados Españoles*. Recuperado de:

https://www.bolsasymercados.es/MTF_Equity/docs/docsSubidos/Publicaciones/PapelesFundacion452012.pdf (Última consulta el 08/03/2022) pp. 235-258.

GONZÁLEZ CABRERA, I. «La relevancia de los pactos parasociales en el *equity crowdfunding*», en GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, M.B. y COHEN BENCHETRIT, A. (dirs.), *Derecho de sociedades: los derechos del socio*, Valencia, Ed. Tirant Lo Blanch, pp. 1.181-1.202.

GRACIA RUBIO, M. «Análisis del *crowdfunding* en España: una nueva herramienta social para fomentar la sostenibilidad», *REVESCO: revista de estudios cooperativos*, num.135/2020, pp. 61-70.

KIRBY, E. y WORNER, S. «Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast» [SWP3/2014], IOSCO. Consultable en:

<https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf> (última consulta el 28/12/2023).

LÁZARO SÁNCHEZ, E.J. «*Crowdfunding*: una fórmula de cooperación económica en la era digital» en LÁZARO SÁNCHEZ, E.J. y DE LA VEGA GARCÍA, F. (dirs.), *Crowdfunding: Cooperación Colectiva al Servicio de la Financiación*, Cizur Menor, Ed. Aranzadi, 2018, pp. 19-46.

MACANÁS VICENTE, G. «Calificación y caracteres del contrato de mediación con la plataforma de *crowdfunding*» en LÁZARO SÁNCHEZ, E.J. y DE LA VEGA GARCÍA, F. (dirs.), *Crowdfunding: Cooperación Colectiva al Servicio de la Financiación*, Cizur Menor, Ed. Aranzadi, 2018, pp. 73-103.

MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS y DEL CASTILLO IONOV, R. «Las plataformas de financiación participativa -*crowdfunding*-. Su actividad y algunos aspectos específicos de su operativa: el análisis de riesgos -*scoring*- y la motivación de los gestores», en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. y PAÑEDA USUNÁRIZ, F. (dirs.), *Las plataformas de financiación participativa «crowdfunding»*, Pamplona, Ed. Aranzadi, 2018, RB-5.1 hasta RB-5.9 (recurso electrónico).

MORITZ, A. «*Financing of small and medium-sized enterprises in Europe-financing patterns and 'crowdfunding'*», *EIF Research & Market Analysis*, núm. 30/2015.

NOVAL, J. «Principios básicos de la regulación del “equity crowdfunding”», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 310/2018, p. 161-203.

PAÑEDA USUNÁRIZ, F. «La responsabilidad de las plataformas de financiación participativa», en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. y PAÑEDA USUNÁRIZ, F. (dirs.), en *Las plataformas de financiación participativa «crowdfunding»*, Pamplona, Ed. Aranzadi, 2018, RB-6.1 hasta RB-6.7.

PAZ-ARES, C. «El *enforcement* de los pactos parasociales», *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, núm. 5, 2003, pp. 19-43.

PERDICES HUETOS, A. «¿Puede la sociedad firmar un pacto de socios y preverlo como prestación accesoria?», disponible en www.almacendedderecho.org (última consulta el 07/05/2024).

PÉREZ RAMOS, C. «Problemas que plantean los pactos parasociales», *Actum Mercantil & Contable*, núm. 20/2012, pp. 1-20.

- PIERCE-WRIGHT, C. «State Equity Crowdfunding and Investor Protection», *Washington Law Review*, vol. 91, 2016, pp. 847-886.
- SÁEZ LACAVE, M.I. y BERMEJO GUTIÉRREZ, N. «Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad», *Revista de Derecho de Sociedades*, 2007, pp. 133-159.
- SÁNCHEZ RUIZ, M. «Digitalización de sociedades y equity crowdfunding», *Revista de derecho del mercado de valores*, n.º 29/2021, pp. 1-18.
- SÁNCHEZ RUIZ, M. «La (débil) posición jurídica del socio inversor no acreditado en el “equity crowdfunding”», en GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, M.B. y COHEN BENCHETRIT, A. (dirs.), *Derecho de sociedades: Los derechos del socio*, Valencia, Ed. Tirant Lo Blanch, p.1.141-1.160.
- SOLANS CHAMORRO, L. «Contratos entre socios y startups. Aspectos prácticos.» *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, núm. 52/2019, pp. 36-52.
- VERDÚ CAÑETE, M.J. «Derechos de arrastre y acompañamiento en el ámbito del equity-crowdfunding» en GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, M.B. y COHEN BENCHETRIT, A. (dirs.), *Derecho de sociedades: los derechos del socio*, Valencia, Ed. Tirant Lo Blanch, 2020, pp. 707-725.
- VERDÚ CAÑETE, M. J. «Límites legales a los proyectos de crowdfunding financiero», *Revista Lex Mercatoria*, núm. 8/2018, pp. 127-133.
- WROLDSEN, J.S. «The CrowdFund Act's Strange Bedfellows: Democracy and Start-Up Company Investing», *Kansas Law Review*, vol. 62, 2013, pp. 357-401.