



REVISTA LEX MERCATORIA
ISSN 2445-0936



Vol. 9, 2018. Artículo 8
<https://doi.org/10.21134/lex.v9i1.1531>

NEUTRALIDAD Y CONFLICTOS DE INTERESES DE LAS PLATAFORMAS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA

Mercedes Sánchez Ruiz

Profesora Titular de Derecho Mercantil
Universidad de Murcia

La obligada regulación interna de los conflictos de intereses en las PFP

Uno de los requisitos que debe cumplir una sociedad de capital para obtener (o mantener) su autorización como plataforma de financiación participativa es el siguiente: "Disponer de un *reglamento interno de conducta* que contemple, en particular, los posibles conflictos de intereses y los términos de la participación de los administradores, directivos, empleados y apoderados en las solicitudes de financiación que se instrumenten a través de la plataforma"¹. Asimismo, entre las obligaciones de información general que se imponen legalmente a las plataformas de financiación participativa se encuentra la de incluir en su página web información sobre "las *medidas* adoptadas para *evitar los conflictos de interés*"².

Las dos referencias mencionadas vienen a concretar (aunque poco) el contenido de uno de principios que deben observar estas plataformas en su actuación como tales: el deber general de actuar con *neutralidad* y conforme *al mejor interés de sus clientes*³.

El artículo 62 de la Ley de fomento de la financiación empresarial, por su parte, dispone que las plataformas de financiación participativa "establecerán una *política efectiva en materia de conflictos de interés*", que harán pública en su página web y se ajustará a sus propias características (tamaño, organización) y las de sus negocios (naturaleza, escala, complejidad).

A pesar de esta pluralidad de exigencias al respecto, la Ley no define en ningún momento qué debe entenderse por *conflictos de intereses* en este ámbito ni precisa entre qué *sujetos* pueden darse. Tampoco aclara qué requisitos mínimos ha de reunir una *política* para ser *efectiva* en esta materia, ni qué *medidas sustantivas o procedimentales* se consideran idóneas para *evitarlos*, o, si no fuera posible, para *gestionarlos*.

Según una acepción general, el conflicto de intereses consiste en la relación de oposición o contradicción entre intereses pertenecientes a dos sujetos distintos, de manera que la satisfacción del interés de un sujeto tiene como consecuencia necesaria el sacrificio del interés del otro⁴. Es, esencialmente, el *riesgo de provocar o sufrir un daño*, cuando éste deriva de la correlativa satisfacción de un interés (incompatible) de otro sujeto, en el contexto de una determinada relación jurídica.

Para una caracterización adecuada de los conflictos de intereses relevantes a los efectos de este estudio, resulta prioritario delimitar *entre qué sujetos* podría producirse la incompatibilidad de intereses en el marco de la actividad propia de las plataformas de financiación participativa.

De un lado, pueden darse conflictos de intereses entre la sociedad gestora de la plataforma de financiación participativa y sus clientes, lo que incluye tanto posibles conflictos plataforma-inversor como plataforma-promotor (conflictos *directos*). A los anteriores podrían asimilarse también

1 Art. 55, letra h), de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (en adelante, LFFE).

2 Art. 61 .1, letra j) LFFE.

3 Art. 60.1 LFFE.

4 JAEGER, P.G., *L'interesse sociale*, Giuffrè, Milán, 1964, pp. 9 y ss.; DÍAZ DE ENTRE-SOTOS FORNS, M., *El autocontrato*, Tecnos, Madrid, 1990, p. 112. En relación con el crowdfunding, acoge también una definición general de conflicto de intereses GARCÍA- PITA Y LASTRES, J.L., *Plataformas de financiación participativa y "financiamiento de crowdfunding"*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, pp. 327 y 328.

los conflictos que puedan enfrentar los intereses de los clientes (de una y otra clase) con los intereses particulares de los administradores, altos directivos y empleados de la sociedad gestora de la plataforma (conflictos *indirectos*). Cabría extender el alcance subjetivo de este último tipo de conflictos de intereses también a otras “personas vinculadas”, considerando como intereses indirectos de la gestora de la plataforma, por ejemplo, los que directamente correspondieran a otra sociedad que la controle⁵.

De otro lado, son igualmente posibles los conflictos de intereses que afecten a los *clientes de la plataforma entre sí*, siendo aquí también varias las alternativas posibles: conflictos entre dos (o más) inversores; conflictos entre dos (o más) promotores o bien conflictos entre un inversor (o varios) y un promotor (o varios). En todos estos casos, lo relevante desde la perspectiva aquí adoptada es la *conducta exigible a la plataforma* de financiación participativa (*rectius*, a la sociedad que la gestiona y, en concreto, a sus representantes orgánicos y voluntarios), que no debería apartarse del estándar de diligencia propio de un mediador independiente, sujeto al principio de neutralidad.

En el reglamento interno de conducta de cada plataforma de financiación participativa habrán de describirse y clasificarse, partiendo del criterio de los sujetos titulares de los respectivos intere-

ses antitéticos, los tipos de conflictos que están comprendidos en su “*política*” de prevención y gestión de los conflictos de intereses⁶. La competencia para diseñar y ejecutar esta política parece que debe entenderse atribuida al órgano de administración de la sociedad de capital gestora de cada plataforma⁷.

Respecto a su contenido sustantivo, la Ley de fomento de la financiación empresarial solo recoge un impreciso *deber de evitar conflictos de intereses* (al señalar que los administradores, altos directivos y empleados de la plataforma “no podrán realizar actividades que puedan dar lugar a un conflicto de interés”) y una *prohibición de realizar recomendaciones personalizadas a los inversores* sobre los proyectos publicados. En cuanto a los socios de las sociedades de capital gestoras de las plataformas, igualmente se establece una prohibición de asesorar a los inversores sobre los proyectos publicados, salvo cuando se trate de sujetos autorizados para prestar el servicio de asesoramiento financiero conforme al Derecho del mercado de valores y, en cuanto tales, apliquen una determinada política sobre conflictos de intereses.

Además de medidas *preventivas*, tendentes a *evitar* que se produzcan conflictos de intereses, una política *efectiva* sobre esta materia requiere también que se fije el *procedimiento* que debe aplicarse en caso de que ese objetivo (ideal) no

5 En la regulación alemana, cfr., en esta línea, el apartado 5 del § 2a *VermAnlG* (*Vermögensanlagengesetz*, de 6 de diciembre de 2011); en la belga, vid. también el art. 27, § 1 de la *Loi organisant la reconnaissance et l'encadrement du crowdfunding*, de 18 de diciembre de 2016.

6 Puede servir de inspiración lo dispuesto para los conflictos de intereses en los mercados de instrumentos financieros en el Reglamento delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016 (arts. 33 y ss.), como desarrollo de lo dispuesto en los arts. 16.3 y 23 de la Directiva 2014/65/UE, de 15 de mayo de 2014 (MiFID II).

7 Por analogía con lo dispuesto, en nuestro Derecho del mercado de valores, por el art. 185.1 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores: “[...] el consejo de administración de las empresas de servicios de inversión deberá definir un sistema de gobierno corporativo que garantice una gestión eficaz y prudente de la entidad, y que incluya el adecuado reparto de funciones en la organización y la *prevención de los conflictos de intereses*”.

se logre.

Entre otras condiciones, la política de una plataforma debería establecer la obligación de informar claramente de la existencia del conflicto de intereses a los inversores antes de que tomen una decisión sobre la inversión⁸. También podría prohibir que la propia plataforma de financiación participativa, así como sus gestores, administradores, directivos o trabajadores, participaran en cualquiera de las ofertas gestionadas por aquella⁹. Como se verá seguidamente, en defecto de previsión expresa, esta participación se considera lícita en nuestro sistema, si no excede ciertos límites cuantitativos.

El principio de neutralidad y sus excepciones: los “proyectos vinculados”

Las plataformas de financiación participativa están obligadas a ejercer su actividad característica de acuerdo con el principio de neutralidad y con arreglo al mejor interés de sus clientes. De ello se deriva, como regla general, un *deber de independencia* de la plataforma de financiación

participativa que impide que esta pueda tener un interés directo *en la ejecución* de los contratos (de préstamo o de inversión) cuya celebración se obliga a facilitar, al margen del hecho mismo de que estos se concierten y, por ende, se culmine con éxito su función mediadora.

Aun siendo este el planteamiento *natural* que subyace en el conjunto de la regulación aplicable a las plataformas de financiación participativa, es obligado señalar una destacada singularidad: la licitud de los denominados “proyectos vinculados”¹⁰. Bajo esta expresión, la Ley de fomento de la financiación empresarial comprende dos situaciones diferentes, aunque con una característica común: ambas implican una quiebra de deber general de neutralidad que, por estar expresamente previstas en la regulación legal, deben considerarse propiamente como excepciones al mismo.

En primer lugar, se admite que la sociedad de capital gestora de una plataforma de financiación participativa, bajo determinadas condiciones, pueda “participar en proyectos publicados en su página web”, cualquiera que sea la modalidad en la que se instrumente la financiación (préstamos, valores o participaciones sociales). En este supuesto, la plataforma *concierta en nombre propio*

⁸ Así lo exigen expresamente las regulaciones belga e italiana. Cfr. el art. 27, § 1 de la Ley belga sobre *crowdfunding*, de 18 de diciembre de 2016; en Italia, vid. el art. 13.1 del *Regolamento Consob* núm. 18592, de 26 de junio de 2013, que exige comunicar claramente a los inversores la naturaleza y fuente del conflicto a los inversores y las medidas adoptadas para mitigar el riesgo, pero solo como “medida extrema”, cuando las medidas y procedimientos elaborados no sean suficientes para asegurar con razonable certeza que el riesgo de dañar los intereses del inversor vaya a poder ser evitado. El excesivo recurso por el gestor del portal a estas comunicaciones debe considerarse una carencia de su política de conflictos de intereses, por lo que deberá revisarla. Cfr., en términos similares, el art. 23.2 de la Directiva 2014/65/UE (MiFID II), desarrollado por el art. 34 (apartados 4 y 5) del Reglamento delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016.

⁹ En Portugal, se trata de una prohibición impuesta por la propia regulación. Cfr. art. 11.2 *Regulamento da CMVM n.º 1/2016*, de 5 de mayo (*Financiamento Colaborativo de capital ou empréstimo*), que desarrolla lo dispuesto en el art. 11 de la *Lei n.º 102/2015*, de 24 de agosto (*Regime jurídico do financiamento colaborativo*). En esta línea apunta también el art. 7 de la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas, de 8 de marzo de 2018 [COM (2018), 113 final].

¹⁰ Cfr. la rúbrica del art. 63 LFFE. Las limitaciones resultantes del régimen general de los proyectos vinculados previsto en este precepto no se aplican a las Administraciones Públicas ni a las restantes entidades comprendidas en el concepto de sector público (cfr. art. 63.5 LFFE).

con el promotor, asumiendo la condición de inversora, el contrato de *préstamo o de adquisición* de títulos o participaciones sociales referidas a uno o varios proyectos de financiación participativa cuya celebración (en masa y de manera reiterada) se habría obligado a facilitar, en su calidad de plataforma-mediadora.

La admisibilidad de este supuesto se subordina, sin embargo, al cumplimiento de una serie de *requisitos* y límites. Como requisito general, se exige informar a los inversores de dos circunstancias: el *importe de su participación* y los *criterios internos* que sigue *para decidir participar en la financiación* de los proyectos que publica. Ambos datos son relevantes para los intereses de los promotores de los demás proyectos publicados (al menos si no participa *en todos* ellos o participa *en distinta proporción*) y también para los de los restantes inversores (que pueden deducir de la participación personal de la plataforma una suerte de promoción comercial o recomendación indirecta que les incite a invertir en proyectos concretos)¹¹. Esta información debe ser publicada en la página web de forma clara, accesible y continuada, debiendo actualizar *diariamente* su porcentaje de participación en cada uno de los proyectos que financie¹².

Respecto a los *límites legales* a la financiación de proyectos concretos por la propia plataforma,

son los siguientes: su porcentaje de participación *no podrá superar*, en ningún caso, *el diez por ciento del objetivo de financiación de cada proyecto* y, por otra parte, la participación de la plataforma *no podrá atribuirle el control de la sociedad emisora*, promotora del proyecto financiado¹³. Este último requisito, por definición, solo parece aplicable cuando se trate de la modalidad regulada de *equity crowdfunding*.

La posibilidad de que la plataforma participe en la financiación de proyectos concretos (asumiendo, respecto a sus respectivos promotores, la posición jurídica de prestamista, obligacionista o socia inversora, además de actuar como PFP¹⁴) se ha considerado justificada por una supuesta práctica del sector según la cual las entidades gestoras de esta clase de plataformas *completan el importe de la financiación solicitada* por el promotor, de manera que, en último término, dependería de ellas el éxito o el fracaso de proyectos determinados¹⁵. Es fácil entender que el conflicto de intereses será inmanente en estos casos, por lo que la “política efectiva” establecida al respecto en el reglamento interno de conducta debería contemplar medidas adicionales al mero cumplimiento del requisito de informar en los términos legales.

En segundo lugar, se permite igualmente de forma expresa que las plataformas de financia-

11 En otros ordenamientos, como se ha indicado ya, se prohíbe expresamente que el gestor de la plataforma de *crowdfunding* participe como inversor en las ofertas que publica, debido al conflicto de intereses que ello comporta. Vid., en Portugal, el art. 11.2 del *Regulamento da CMVM n.º 1/2016*.

12 Art. 63.1 b) y art. 72.2 LFFE.

13 Cfr. art. 63.1 a) LFFE, que remite al concepto de control previsto en el artículo 42.1 del Código de comercio.

14 Se prohíbe, en cambio, que una plataforma (en realidad, la sociedad de capital que la gestione) participe en proyectos publicados por otras plataformas (art. 63.4 LFFE).

15 Vid., en este sentido, el Informe del Consejo de Estado sobre el Anteproyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial, de 17 de septiembre de 2014 [ap. IV.3, ñ)] que, en relación con el límite cuantitativo de su participación, añade: “... habiéndose indicado que el 10% resulta insuficiente y proponiéndose su incremento hasta el 20% siempre, claro está, que no permita ejercer una influencia notable en los términos del apartado 1.a). Podría valorarse la posibilidad de elevar dicho límite”.

ción participativa puedan “*publicar proyectos de los que sean promotoras en su propia página web*”. En este caso, la sociedad gestora de la plataforma de financiación participativa tendrá un *interés económico directo* (o indirecto) *en el cumplimiento del objetivo de financiación* de uno o varios proyectos concretos, al ser ella misma (o una persona relacionada con ella¹⁶) quien lo promueve y, por ende, quien *solicita la financiación en nombre propio*.

La licitud de que una plataforma de financiación participativa sea *promotora de proyectos propios* está subordinada, igualmente, al cumplimiento de ciertos requisitos. Por una parte, se establece un *límite cuantitativo* máximo: el *objetivo de financiación agregado* de todos ellos (es decir, la suma de los objetivos de financiación que se fijan para cada uno de los proyectos que la plataforma promueva en nombre propio o que tengan como promotores personas relacionadas con ella) *no puede superar el diez por ciento* de los *fondos efectivamente recaudados* por *todos los proyectos* de financiación participativa *publicados* en el ejercicio inmediatamente anterior. Por otra parte, la plataforma de financiación participativa *informará inmediatamente a los inversores*, de forma clara y accesible, de cuáles son los concretos proyectos afectados.

De nuevo es aquí evidente la presencia de un conflicto de intereses, que sería conveniente que se definiera en la política de la plataforma de financiación participativa sobre esta materia, contemplando medidas específicas. En otros ordenamientos de nuestro entorno, de hecho, se configura como un requisito imperativo.

En la regulación italiana, por ejemplo, se admite que el gestor de un portal para la captación de capitales de riesgo mediante *equity crowdfun-*

ding realice *ofertas propias* a través del portal *on line*, que tengan por objeto instrumentos financieros emitidos por ella misma, o por personas que controlen al gestor, sean controladas por este o estén sujetas a un control conjunto con él. En estos casos, se obliga al gestor de la plataforma a adoptar *medidas idóneas para la eficaz gestión del conflicto de intereses*, entre las que se incluye la de *abstenerse de conducir tales ofertas* si los conflictos de intereses no pueden gestionarse de manera que *se eviten efectos negativos para los inversores*. Entre estas medidas se incluyen, al menos, las siguientes: a) la adopción de reglas operativas y procedimentales dirigidas a asegurar que los instrumentos ofertados son compatibles con las características de un determinado mercado de referencia; b) la intervención de un tercero independiente que realice la *due diligence* de la operación; y c) la realización, por parte de los sujetos que reciben y perfeccionan las órdenes de los clientes, de una evaluación de la conveniencia de los instrumentos financieros objeto de estas ofertas. Asimismo, el gestor deberá informar a los clientes de la existencia del conflicto de intereses y de las medidas adoptadas, debiendo hacerlo mediante una advertencia adicional, fácilmente comprensible por parte de un inversor razonable, que esté redactada en un lenguaje claro, conciso y con caracteres de dimensión legible¹⁷.

Algunas consideraciones conclusivas

La regulación española de los conflictos de intereses que pueden afectar típicamente a las plataformas de financiación participativa es vaga, difusa y, en general, mas laxa que la existente en otros países europeos. Se remite esta materia,

¹⁷ Art. 13, apartados 1-bis, 1-ter y 1-quater del *Regolamento sulla raccolta di capital di rischio tramite portali on-line*, en la redacción introducida por la Consob mediante delibera n. 20204, de 29 de noviembre de 2017 (en vigor desde el 3 de enero de 2018).

sustancialmente, a la autorregulación, si bien no se establecen unas bases mínimas que, a través de aquella, debieran concretarse o desarrollarse. Ni siquiera se ofrece un concepto mínimo de qué debe entenderse por “conflicto de intereses” en este ámbito, ni se identifican los sujetos relevantes o los pasos básicos para que el procedimiento previsto en un reglamento de conducta pueda considerarse “efectivo” para prevenirlos y/o reprimirlos.

A lo anterior se añade la amplitud con la que se permiten excepciones al principio de neutralidad de las sociedades de capital que gestionen esta clase de plataformas (extensivo a las personas físicas o jurídicas relacionadas con ellas). Contrasta la previsión específica y detallada de estas

“excepciones” con la ausencia total de cautelas o medidas específicas para proteger a los inversores en estos casos, al margen de los límites cuantitativos fijados para que la sociedad gestora de una plataforma sea “cliente de sí misma”, adoptando la condición de inversora o bien de promotora de sus propios proyectos.

Todo ello pone en duda el alcance real del deber de independencia que, en principio, habría de informar la actuación de las plataformas de financiación participativa, en su condición de tales. Con este contexto normativo, es inevitable cuestionar que estos operadores se presenten ante los potenciales inversores como mediadoras neutrales en el mercado electrónico de la financiación participativa.