Centro de Estudios de Consumo

www.uclm.es/centro/cesco

PLATAFORMAS DE INVERSIÓN Y NEGOCIACIÓN DE DERECHOS ECONÓMICOS EN SOCIEDADES START-UP POR MEDIO DE CONTRATOS DE CUENTAS EN PARTICIPACIÓN (Bewa7er y otros)[1]

Angel Carrasco
Catedrático de Derecho Civil
Centro de Estudios de Consumo
Universidad de Castilla-La Mancha

Fecha de publicación: 26 de septiembre de 2014

Bienvenido el sistema

En un momento – quizá irreversible- en que el flujo de crédito bancario a las PYMES es insuficiente para fomentar el crecimiento empresarial y en el que los inversores particulares (grandes y pequeños) no disponen de alternativas rentables para su dinero – y aún menos tendrán, cuando se institucionalice el sistema MiFID II y nadie quiera entonces contratar con inversores "de a pie"-, es bienvenido cualquier sistema alternativo que permita canalizar recursos ociosos hacia empresarios creativos y ofrezca a los inversores una opción interesante de ganancia.

Los canales de financiación a PYMES por medio del capital riesgo parecen haber encontrado una nueva fuente de activos dinerarios, mediante un procedimiento por el que inversores "cualificados" ponen su dinero a riesgo en una start-up sin adquirir los derechos de socio, por medio de una empresa que hace el "fronting" de esta titularidad y deriva al inversor los derechos económicos producidos por la sociedad en forma de dividendos o/y plusvalías.

En los medios de comunicación ha adquirido notoriedad el caso de la empresa Bewa7er, que se presenta como gestor de una "plataforma" atípica – no regulada como "mercado oficial"- en la que se pueden adquirir y negociar estos derechos económicos sobre las empresas objetos de la inversión. Como tales sociedades no son cotizadas, la inversión "directa" en acciones sería problemática y costosa. Los socios existentes pueden ejercitar sus derechos de adquisición preferente, y el proceso de inversión consumiría un tiempo excesivo. Además, las

[1] Trabajo realizado dentro del Proyecto de Investigación DER2011-28562, del Ministerio de Economía y Competitividad ("Grupo de Investigación y Centro de Investigación CESCO: mantenimiento de una estructura de investigación dedicada al Derecho de Consumo"), que dirige el Prof. Ángel Carrasco Perera.

acciones de esta clase no constituyen activos líquidos, pues no hay apenas mercado para los títulos participativos de sociedades "cerradas".

En la prensa, el fenómeno se presenta como "compraventa de derechos económicos en lugar de participaciones", como "solución a la falta de liquidez en el accionariado de una start-up". Según declaraciones publicadas, Beware7er es "una plataforma donde inversores profesionales pueden comprar y vender derechos económicos en empresas no cotizadas, algo como una Bolsa para start-ups, sin ser técnicamente una Bolsa". Beware7er "adquiere las participaciones o acciones en las sociedades no cotizadas y separa los derechos económicos de esas participaciones de los derechos políticos (posibilidad de votar en la junta de socios) y ofrece los primeros libremente transmisibles a los inversores de su plataforma". La inversión se hace mediante contratos de cuentas en participación de duración indefinida. La "negociabilidad" del derecho económico del inversor se facilita mediante la posibilidad de cesión incondicional a tercero de la posición contractual

La ventaja para los inversores radica en que "obtienen la rentabilidad" que conseguiría si invirtiera directamente como accionista, pero con un activo más líquido "ya que puede comprarse o venderse en cualquier momento, sin derechos de adquisición preferente y sin tener que pasar por el notario".

Inversores cualificados

En los formatos editoriales en que el proyecto se difunde (periódicos económicos y soportes on line) se lee ordinariamente que Bewa7er sólo trabaja con inversores que merezcan conforme a la normativa MiFID la condición de clientes "cualificados". A los efectos que siguen, trabajaré todavía con la normativa MiFID I, en la forma que está actualmente incorporada a la Ley del Mercado de Valores. En esta normativa no existen clientes "cualificados", sino "minoristas" y "profesionales". Los inversores "cualificados" constituyen otra categoría parcialmente distinta, que el art. 39 RD 1310/2005 utiliza para determinar cuándo existe y cuándo no una Oferta Pública de Valores, que aquí no es el caso. Hasta el momento presente, y a la espera de la futura adaptación de MiFID II, los clientes profesionales son los que reúnen las condiciones del art. 78 bis 2 LMV. Esta condición no es equivalente a la de empresa en general, ni su contrapuesto es "consumidor". En realidad, la mayoría de las empresas españolas no podrán exceder de la cualificación de minoristas. Por tanto, los gestores de la entidad deberían tener mucho cuidado con la verdadera naturaleza de sus inversores "cualificados", no vaya a ser que se le cuelen "minoristas ricos" sin saberlo y pase luego lo que hoy está pasando en los pleitos de swaps. La inversión mínima requerida de 10.000 euros para invertir a través de Beware7er no es un filtro seguro para este propósito.

Obsérvese que, si se aplicara la LMV, no habría ninguna distinción que hacer, en lo relativo a niveles de protección, entre consumidores y el resto de los minoristas, como demuestra la jurisprudencia que se viene produciendo a propósito del "test de conveniencia" en los pleitos relativos a la validez de contratos de swaps entre bancos y empresas.

No hay nada que impida legalmente que estos derechos se negocien con consumidores, si bien las empresas-plataformas de este perfil harán bien en no contratar con inversores minoristas que sean personas físicas, cualquiera sea el montante de la inversión que quieran y estén dispuestas a acometer. Y no digo con "consumidores" porque realmente en el mercado de la "inversión" no existe un acto de consumo.

"División" de los derechos de socio

En alguna noticia o soporte poco cuidadoso con los términos jurídicos se afirma que la relación de Beware7er y sus inversores comporta una "escisión" de los derechos de socio en la sociedad objeto de la inversión. No hay tal cosa. El inversor nunca "compra" los derechos sociales de contenido patrimonial, porque en el estado presente de nuestro desarrollo normativo y judicial tal "split" no es posible. Beware7er es el único socio de la start-up, y lo es por la totalidad de la condición de socio.

Se trata de una mera "subparticipación" en la cualidad de socio de la start- up, que Bewa7er realiza mediante la celebración con el inversor de un contrato de sociedad civil interna de participación en riesgos y ganancias, que es lo que se denomina el contrato de cuentas en participación. Esta aseveración no es ninguna crítica al modelo, pero debe dejarse claro, porque las manifestaciones que circulan en canales pocos cuidadosos con la técnica jurídica pueden acabar en el futuro como acusaciones de publicidad inveraz. De esta forma, si en algún momento un tercer acreedor de Bewa7ter embargara los derechos sociales de ésta en la sociedad objeto de la inversión, el inversor cuentapartícipe no podría "sacar" los dividendos sociales – cobrados o por cobrar- de dicho embargo, porque simplemente no son suyos. El cuentapartícipe tiene un derecho de crédito dinerario de naturaleza personal frente a Bewa7er y cuenta (sólo) con la solvencia de ésta para cobrarlos. Aconsejo a los promotores de estas plataformas que cuiden este tipo de declaraciones, que luego se disparan cuando ocurre la eventualidad de una controversia.

La Ley del Mercado de Valores no se aplica

¿Los "derechos de cuentas en participación" son valores negociables o instrumentos financieros, en el sentido del art. 2 LMV? Lo serían ciertamente las acciones de la start-up que adquiere eventualmente Bewa7er, aunque no coticen en un mercado regulado – de hecho,

no cotizarán en ningún mercado regulado en el sentido de la LMV. Sin entrar ahora en detalles sobre la naturaleza del "derecho de cuenta en participación" y suponiendo de momento que se trata de un derecho de contenido patrimonial que incorpora un crédito de montante variable, este derecho pertenecería a la categoría de instrumentos listados en el art. 2 LMV si "por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión es susceptible de tráfico personalizado e impersonal en un mercado financiero". Todavía podíamos prescindir de realizar este dificultoso test, y calificar "en todo" caso a estos derechos de "valores negociables" de la letra a) del art. 2.1 LMV ("valores equivalentes a las acciones por el ejercicio de los derechos que confieren") o como alguna categoría de los "instrumentos derivados" a que se refieren los apartados 2 y siguientes del art. 2. A fin de cuentas, los instrumentos financieros derivados no son cosas, sino contratos, y el de "cuenta en participación" es un contrato.

En mi opinión, los "derechos de cuenta en participación" no constituyen instrumentos financieros de ninguna clase entre los listados en la norma. Conviene, por tanto, evitar el lenguaje confundente. Los "contratos de cuenta en participación" no son cosas que se "venden", sino sociedades internas que se celebran, en este caso entre Bewa7er y los inversores, y es ciertamente un contrato con obligaciones mutuas, y no una simple *commodity* incorporada en forma de un instrumento financiero transmisible de mano en mano. Y como la LMV delimita su ámbito de aplicación a los sistemas españoles de negociación de instrumentos financieros (art. 1), la emisión "primaria" y la venta de estos títulos en el "mercado secundario" no están sujetos a la LMV. Esto es importante, porque no rigen las normas específicas de protección de la clientela minorista que se contienen en la Ley, y, en especial, los arts. 78 a 79 sexies de la Ley. Por tanto, no es preciso realizar un test de conveniencia ni (de acuerdo a MiFID II) hacer una valoración previa de la capacidad del cliente para "soportar pérdidas". Y si el minorista comprador no es un consumidor (en sentido impropio, equivalente a persona física), ni tan siquiera existe una normativa de protección residual como podría ser la Ley de Consumidores y Usuarios.

Por tanto, y ante la perspectiva que se puedan "colar" entre los inversores sujetos minoristas no exonerados de los protocolos MiFID, la publicidad y los contratos deberían dejar claro que a esta negociación no se aplica la normativa de protección del inversor de los preceptos correspondientes de la LMV.

¿Es un "contrato de cuentas en participación"?

El contrato de cuentas en participación es un modelo contractual *muy antiguo* y muy flexible, que ha sobrevivido a las reformas societarias españolas y todavía se regula – parcamente- en el Código de Comercio de 1885. Es una figura contractual que ha adquirido nuevos

desarrollos en la actualidad, porque su flexibilidad y ausencia de formalismos permiten construir sobre él cualquier forma de "participación interna" en empresas ajenas en las que se invierte un capital como especie de "socio oculto".

Según declara en su blog François Derbaix – uno de los promotores de Beware7er- "en 2013 me enteré de la existencia de los contratos de cuenta en participación, un contrato por el cual se pueden ceder derechos económicos de una participaciones (la rentabilidad de aquéllas, tanto los dividendos como las plusvalías) y pensé que estos contratos podían ser la solución a la falta de liquidez en el accionariado de una star-up".

Según el art. 238 CCom, se trata de un contrato por el que unos "comerciantes se interesan en las operaciones de otros comerciantes" y para ello "contribuyen con la parte del capital que convinieren, y haciéndose partícipes de los resultados prósperos o adversos". Para este reparto es precisa una "liquidación", que se hará por el "gestor" (Bewr7er en este caso) "terminadas que sean las operaciones" (art. 243). Obsérvese que se trata de un título con riesgo societario, porque se puede ganar y perder, y el cuentapartícipe no tiene crédito contra el gestor para la recuperación incondicional de la inversión que, de perderse, se pierde en la condición de socio oculto de aquél. En mi opinión- frente a alguna jurisprudencia reciente despistada- ni siquiera dispone el cuentapartícipe de un derecho de resolución (y recuperación de inversión) por incumplimiento del gestor. En especial, el no reparto de beneficios – la insolvencia, en fin- de la sociedad objeto no es un incumplimiento del contrato atribuible al gestor. El inversor sufre el riesgo de Beware7er (su insolvencia, que Dios no quiera) y el riesgo de la sociedad objeto, que es la "empresa" sobre cuyas pérdidas y ganancias se participa.

¿Pero es éste realmente el contrato que se celebra en la estructura que estamos considerando? Creo que no, porque de hecho el "socio gestor" no asume riesgos, ya que siempre compra las acciones de la start-up con el dinero que le entrega el inversor. De lo que resulta del material conocido, Bewa7er no realiza aportaciones a riesgo y ventura a la sociedad interna que mantiene con el inversor. Compra con dinero ajeno. Las declaraciones de sus socios hacen honor a esta verdad: "Beware7er no corre riesgos, porque no compramos nada mientras no tengamos inversores interesados en adquirir los derechos económicos".

La cláusula correspondiente del Contrato de Cuenta en Participación es bien expresiva y declara con contundencia una verdad que para Beware7er puede convertirse en un "puerto seguro" en caso de controversia con el inversor: "Que el Partícipe está interesado en contribuir a la adquisición por parte de Bewa7er de las Participaciones mediante la aportación de la totalidad del precio de las mismas, incluidos gastos y tributos derivados de la compraventa (en adelante, la "Aportación de Capital"), de forma que Bewa7er, una vez devenga el titular de aquéllas, se encargue, en su propio nombre y bajo su exclusiva

responsabilidad, de su administración y ejercicio de los derechos políticos y económicos inherentes a la condición de socio de la Sociedad".

Esto no quiere decir que el contrato sea irregular o prohibido, sino que requiere de una calificación adecuada, lo que seguramente será beneficioso para todos si en algún momento estalla el conflicto. En confianza, yo aconsejo a los promotores de Beware7er – por su bien y el de sus inversores- que modifiquen la nomenclatura y el tipo contractual con el que se relacionan con sus inversores y dejen de firmar y "colgar en la web" dudosos contratos de cuentas en participación.

En realidad, se trata de algo todavía más viejo que el contrato de cuentas en participación. Se trata de una *fiducia cum amico* en la que existe una estructura de gestión en nombre propio y cuenta ajena con una interposición nominal de un tercero (Bewa7er) en la titularidad fiduciaria de unas acciones sociales que, si han sido compradas con los fondos del inversor, "pertenecen" al inversor en la relación interna (art. 1717 Código Civil). Una forma de *trust* que no impide al inversor hacer valer su "propiedad subyacente" sobre las acciones si las cosas empiezan a ir mal.

"Mercado de negociación"

Por el bien del proyecto y de todos los que intervienen, y para no dar lugar a falsos entendidos que luego resultan fatales, debe quedar claro que ni Beware7er, ni otra empresa similar, es una "plataforma de negociación". No hay un "mercado impersonal" para la negociación de derechos contractuales de esta clase, ni es tampoco un organismo rector de este pretendido mercado impersonal. Yo comprendo que para los "creativos" de mensajes explosivos en la web es muy atractivo llamar "plataforma" a lo que habría que denominar simplemente "agente" o "bróker", y estoy seguro que estos manejos lingüísticos se hacen con la mejor buena fe. Pero el diablo está siempre en los detalles y no hay mensaje de impacto que no vaya cargado de veneno. Bewa7er no es un "sistema de negociación" tampoco, sino, como el Contrato claramente expresa, un intermediario para la venta y compra de estos derechos contractuales, que no "garantiza" la liquidez de la inversión (Bewa7er no es un "proveedor de liquidez"). Tampoco es una entidad central de contrapartida, ni siquiera de estructura atípica, porque no asume la posición de contraparte de la negociación.

En consecuencia, los "derechos económicos" de los "cuentapartícipes", siendo negociables en virtud del contrato, no son negociables en ningún sistema multilateral, oficial o atípico, ni circulan por plataforma alguna. La estructura tampoco aporta liquidez a la inversión, pues la venta de estos derechos no puede hacerse despersonalizadamente ni existe un volumen

masivo de contratación que garantice que se encontrará un comprador en un tiempo razonable.

En fin

El proyecto es interesante y la intención es buena. Cuidado con los detalles y cuidado con el Derecho. Cuidado con los clientes inversores que traen en sus bolsillos más de 10.000 euros y cuidado con las expectativas que se les crean. En último extremo, todo irá bien si la start-up en la que se invierte es de las que prosperen. Pero el inversor "cualificado" (y es en esto en lo que debe estar cualificado) tiene que saber que más veces sí que no las start-up fracasan y entonces la inversión se pierde por entero.