



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

NUEVAS TÉCNICAS DE FINANCIACIÓN: CROWDFUNDING

Autor: César Albiñana Arroyo
Director: Laura Gismera Tierno

Madrid
Marzo 2015

César
Albiñana
Arroyo

NUEVAS TÉCNICAS DE FINANCIACIÓN: CROWDFUNDING



RESUMEN

El *crowdfunding* es una fuente de financiación alternativa de proyectos empresariales que consiste en pequeñas aportaciones realizadas por dos tipos de inversores a través de plataformas de financiación participativa, que actúan en la *web* como intermediarios y enlace entre los promotores del proyecto referido y los particulares que invierten en el mismo. Este sistema de captación de recursos en masa está fundamentado en el principio de protección del inversor, aspecto que justifica la regulación restrictiva de este fenómeno en la jurisdicción española. En este sentido, se resalta el papel de las plataformas en la medida en que deberán ahondar en el principio de transparencia y neutralidad para potenciar el uso de este mecanismo de financiación. Existen, como se explicará a lo largo de estas líneas, cuatro tipos de modalidades en función de la naturaleza de la contraprestación por parte del promotor, que no estarán desarrolladas por igual y que, sobretodo, el éxito de los proyectos inherentes a cada modalidad no es el mismo, por lo que se hará referencia al testeo del producto, servicio o inversión empresarial que se esté tratando de financiar. De este modo, se distinguirá otra clasificación de esta operación, en función de la obtención del importe requerido por el promotor, de forma que existirá o no la obligación de devolver las aportaciones a cada inversor dependiendo de la modalidad de que se trate. Por su parte, las normativas de derecho comparado irán, por lo general, en la misma línea, lo que plantea, en nuestro país, limitaciones por la similitud del *crowdfunding* a otras figuras jurídicas afines. Aun con todo, se trata de una herramienta que está creciendo conforme al entorno 2.0 y propia de las sociedades de la información.

Palabras clave: financiación en masa, micromecenazgo, plataforma participativa, *crowdinvesting*, entorno 2.0, *crowdlending*, *crowdsourcing*, emprendedor, innovación.

ABSTRACT

Crowdfunding is an alternative source of funds for business projects consisting of small contributions made by two kinds of investors via mezzanine financing platforms who act on the web as intermediaries and as a link between the referred project promoters and those private individuals investing in it. This system to indiscriminately capture resources is based on the investor protection principle, thus justifying the restrictive regulations of the Spanish jurisdiction on this matter. In this sense, attention is drawn to the role of the platforms to the extent that they should look further and in greater depth into the principle of transparency and neutrality to boost the use of this funding mechanism. There are, as it will be explained along these lines, four different modalities depending upon the nature of the consideration by the promoter, which will not be equally developed and which, specially, the success of the projects inherent to each of the modalities is not the same, so reference will be made to the product testing, service or business investment trying to be funded. In this way, another classification of this transaction shall be differentiated, by reference to the achievement of the amount requested by the promoter, so that an obligation to return the contributions to each investor depending on the modality shall exist or not. Likewise, comparative law regulations shall be, in general, in the same vein, which, in our country, poses constraints because of similarities between crowdfunding and other similar legal precepts. Nevertheless, it is an expanding tool in 2.0 environments which is part of the information societies.

Palabras clave: *mass finance, mezzanine financing, participatory platform, crowdfunding, 2.0 environment, crowdlending, crowdsourcing, entrepreneur, innovation.*

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	1
1.1. Propósito general de la investigación	1
1.2. Contextualización.....	1
1.3. Justificación.....	5
1.4. Objetivos.....	10
1.5. Metodología y estructura del trabajo.....	11
2. ALTERNATIVAS A LA FINANCIACIÓN BANCARIA: CROWDFUNDING Y FIGURAS AFINES	14
3. FENÓMENO DEL CROWDFUNDING.....	21
3.1. Agentes	21
3.2. Modalidades	23
3.3. Función económica de la inversión en masa	27
3.4. Testeo del proyecto empresarial.....	31
3.5. Normativa aplicable al proceso de financiación participativa	38
4. ESTUDIO DEL PROYECTO DE LEY DE FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL.....	41
4.1. Derecho comparado	41
4.2. Propuesta de normativa española.....	44
a. Cuestiones preliminares	44
b. Régimen de las plataformas de financiación participativa.....	47
c. Régimen de los promotores y los proyectos.....	49
d. Régimen del inversor: protección	50
5. PROBLEMÁTICA DEL CROWDFUNDING	53
6. CONCLUSIONES	59
BIBLIOGRAFÍA	62

ÍNDICE DE GRÁFICOS

I.	FIGURA 1.....	4
II.	FIGURA 2.....	7
III.	FIGURA 3.....	9
IV.	FIGURA 4.....	19
V.	FIGURA 5.....	26
VI.	FIGURA 6.....	28
VII.	FIGURA 7.....	32
VIII.	FIGURA 8.....	33
IX.	FIGURA 9.....	58

ÍNDICE DE TABLAS

I.	TABLA 1.....	27
II.	TABLA 2.....	35
III.	TABLA 3.....	36
IV.	TABLA 4.....	37
V.	TABLA 5.....	38
VI.	TABLA 6.....	45
VII.	TABLA 7.....	57

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Propósito general de la investigación

El propósito general de la investigación es el estudio detallado de un nuevo método de financiación de proyectos empresariales que supone una alternativa para empresas innovadoras con dificultades de captar recursos para la consecución de sus proyectos estratégicos. En las líneas de esta propuesta, trataremos de establecer una frontera del conocimiento para delimitar el concepto del *crowdfunding*, esto es, examinar la regulación que existe hasta este momento, ver los modelos que hay de esta alternativa, y la importancia del entorno de los servicios de la sociedad de información.

1.2. Contextualización

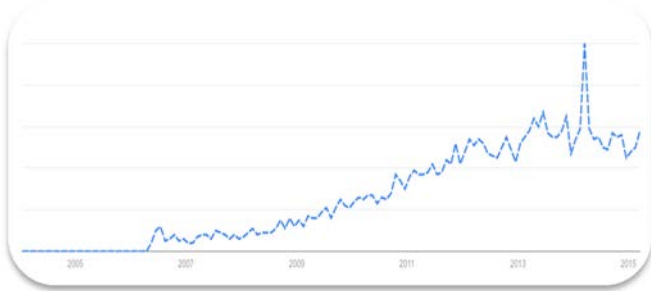
En los últimos años, a lo largo de la crisis económica, la mayoría de las empresas españolas ha convivido con la problemática de falta de crédito bancario por diversas causas, como las que se enuncian a continuación: la necesidad de sanear el sistema bancario, el deterioro de la morosidad, desaparición de cajas de ahorro (proceso de fusión fría), endurecimiento de los requisitos de capital o complicaciones en la apertura de negocio. Ello se traduce en una caída de un 28% en el *stock* de préstamos a residentes, y el coste de financiación se ha situado un 65% por encima de la media europea. Por esta razón es necesario plantear una vía de inversión y financiación para conseguir, en segunda instancia, una reactivación económica (Borrachero, 2014). Ahora bien, dado el nivel de apalancamiento de la economía española tanto a nivel empresarial como familiar, cabe el interrogante de cómo va a ser posible reducir la deuda con más deuda. Ello nos lleva al economista jefe del Fondo Monetario Internacional, Blanchard (2014) que entiende que lo anterior es posible si con el endeudamiento se consigue un mayor incremento del PIB, es decir, que el incremento de la deuda sea menor al incremento del PIB (reactivación económica) y con ello, se actúe sobre el ratio de la deuda, disminuyéndolo (deuda/PIB). Ciertamente es que lo anterior se refiere, esencialmente, a la deuda pública, por lo que de manera análoga a este planteamiento, se deberá obtener una rentabilidad superior al nivel de apalancamiento que se haya alcanzado.

Tradicionalmente, los mecanismos de financiación han sido relativamente amplios, empezando desde la más simple concesión de créditos hasta estructuras más complejas, como emisiones de deuda en los mercados financieros (*high yield...*). Sin embargo, las PYMES y emprendedores, son más dependientes del crédito y ostentan menores posibilidades de acceso al mercado de capitales, así que una financiación alternativa al sector bancario se ha instaurado en los mercados internacionales como única opción para que los nuevos proyectos empresariales puedan encontrar un hueco en el mercado empresarial español (Ríos, 2013). Hay que tener presente que nuestra raza ibérica profesa una moralidad exclusivamente oportunista, fruto de la cual, se ha fomentado esta técnica para solventar situaciones de alarma colectiva (Carrasco, 2014)

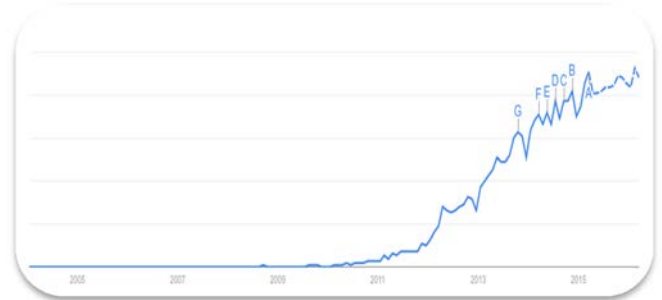
De igual forma, el *crowdfunding* se encuentra dentro del contexto de la sociedad de la información, es decir, una expansión de las redes de telecomunicación y, en especial, del internet como vehículo de transmisión e intercambio de la información. La incorporación de esta sociedad de la información al mundo empresarial, ha tenido enormes ventajas a nivel de eficiencia empresarial e innovación. El problema es que el entorno online en un auge innegable, se encuentra con un mundo *off-line* de crisis crediticia, en el que, como hemos dicho, la financiación bancaria es escasa y los intereses son elevados (Gracia, 2014). Por ello, se ha desarrollado, en provecho de este auge, un sistema de intermediación comercial o financiera; *crowdfunding*; muy utilizado en Estados Unidos, Reino Unido e Italia. Este término proviene de una unión del anglicismo *crowd-* (multitud) y *-funding* (financiación), es decir, financiación participativa. Consiste en una participación de personas para la realización de proyectos de todo tipo, tanto de nueva creación como proyectos que buscan mejorar su explotación (proyectos de I+D, *start-ups* de base tecnológica o modelos de negocio innovadores y del alto valor de crecimiento, proyectos de venta al por menor...). Ello implica, pequeñas aportaciones por parte de individuales, a través de plataformas informáticas, para la financiación de un proyecto empresarial a cambio del producto o servicio de que se trate (*reward crowdfunding*), de fondos propios de la entidad- acciones o participaciones- (*equity crowdfunding*), de la devolución de lo aportado con intereses (*debt crowdfunding*) o sin ánimo de recibir nada a cambio (*donation crowdfunding*). En definitiva, se trata de un medio de financiarse caracterizado por la

participación masiva con pequeñas aportaciones para financiar proyectos de alto potencial y el carácter arriesgado de la operación. Sin embargo, cabe distinguir esta inversión en masa del *crowdsourcing*, ya que el primero consiste en la obtención de fondos (aportaciones económicas) y el segundo en la obtención de recursos (aportaciones materiales, inmateriales o profesionales), constituyendo el desarrollo de la *web 2.0*, condición *sine qua non* (Bradham, 2008a y Kleemann, Gunter y otros, 2008). De este segundo, según Gutiérrez-Rubí y Freire (2013), se distinguen las siguientes etapas: la fase original del 1990 (inicios de Amazon o eBay), la fase de remezcla del 2000 (aparición de la *web 2.0*), la fase del *crowd* financiero del 2010 (difusión del internet como herramienta financiera) y finalmente, la actual fase del *crowd* contemporáneo (desarrollo de nuevas tecnologías que facilitan esta práctica). El avance de estas dos modalidades ha sido considerable, pero no en todas las zonas geográficas por igual. Así se muestra en el siguiente gráfico¹:

¹ Gráfico de elaboración propia gracias a los datos tomados de Google Trends sobre *crowdsourcing* y *crowdfunding*.



Interés en *crowdsourcing*



Interés en *crowdfunding*



Interés geográfico en *crowdsourcing*



Interés geográfico en *crowdfunding*

Figura 1

Fuente: Elaboración propia gracias a los datos tomados de Google Trends

Los antecedentes del *crowdfunding* más directos son las cuentas en participación, y con ello, lo que dio origen a las primeras sociedades anónimas. Este fenómeno consistía en que determinados individuales, aportaban recursos económicos para obtener los resultados, positivos o negativos, de un proyecto concreto. Tradicionalmente, todo comenzó con las partidas a las Indias, y las exploraciones y expediciones de tierras despobladas y desconocidas. Con estas aportaciones, el cuenta partícipe no se involucraba en la gestión del proyecto, sino que simplemente financiaba voluntariamente para quedarse con los resultados. Por tanto, el gestor de dichos

proyectos, no podía modificar ni suspender los planes de negocio sin la autorización del cuenta partícipe, al igual que tampoco podía aceptar nuevas aportaciones porque estaría diluyendo el resultado del proyecto entre más cuentas partícipes, recibiendo éstos, menos cantidad de beneficios, al tener que ser repartidos entre un número mayor de cuenta partícipes.

Por otra parte, las pymes tienen otras posibilidades para dar salida a sus negocios, como más adelante se explicarán.

En primer lugar, pueden dirigirse a entidades de capital riesgo (ECR, en adelante), esto es, entidades cuyo objeto principal es la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras. Se distingue el capital riesgo en sentido estricto o *Venture Capital* (ECR toma una participación en empresas que están en sus fases iniciales y obtienen beneficios mediante la venta posterior de esa participación) y el *Private Equity* (compras de empresas con deuda- *Leveraged Buy-Out*- consistentes en la compra de una participación mayoritaria de una empresa madura, financiada con recursos ajenos, pagándose esos préstamos con recursos generados por la propia compañía adquirida).

En segundo lugar, está la posibilidad de capital riesgo informal o *business angels*. Son particulares- empresarios con experiencia y patrimonio- que adquieren una participación minoritaria en una empresa en su fase inicial, actuando personalmente tanto en su selección como en el apoyo y seguimiento del proyecto. Por tanto, son complementarios al *Venture Capital* y de ahí radica su importancia. La diferencia está en que los *business angels* tienen una relación más directa con ellos y su asesoramiento tiene un valor especial al venir de un empresario de éxito del mismo sector.

1.3. Justificación

Hasta el momento, se sabe que es una fuente de financiación con la que se obtienen fondos para la producción y explotación de proyectos empresariales que pueden no interesar en el mercado bancario o de capitales, y se testea en el mercado tanto el

producto o servicio- fruto del proyecto- con su consumidor potencial, como el proyecto empresarial con su inversor potencial. Por tanto, se consigue financiación si la inversión o el producto o servicio ha tenido éxito entre esos consumidores e inversores potenciales y se ha obtenido una fidelización de los mismos (operación de marketing). Como decía Vinaixa (2014), director académico de ESADE, estamos ante una herramienta valiosa en procesos de validación al exponer el producto a la consideración del público y ver el interés real por el proyecto en calidad de aportación económica.

Es decir, es una forma de analizar y aprobar las inversiones, productos o negocio, antes de impulsarlos.

Como primera característica, diría que se trata de un mecanismo sin regulación legal y por tanto, atípico. No obstante, existe una iniciativa regulatoria en Reino Unido, y en países como Italia y Estados Unidos ya se ha legislado sobre el *crowdfunding*. Concretamente, el interés en promover este sistema de financiación fue movilizadado en su mayoría por EE.UU. a través de la aprobación del *JOBS Act* de cinco de abril de 2012² (Álvarez, 2013). No obstante, hasta el momento, este tipo de iniciativas se han localizado en unos treinta países aproximadamente, como se muestra en el siguiente gráfico (Massolution, 2012):

² *Jumpstart Our Business Startups Act*, normativa estadounidense promotora de la evolución del *crowdfunding* y de los emprendedores.

MORE THAN 450 CFPs ARE ACTIVE WORLDWIDE; THE MAJORITY BASED IN NORTH AMERICA AND EUROPE

NUMBER OF CFPs, 2012



Figura 2

Fuente: Massolution (2012)

De igual forma, está en proceso de aprobación en las Cortes Generales de España, bajo el nombre de Anteproyecto de Ley XX/2014 de Fomento de la Financiación Empresarial (normativa aprobada en el Congreso y actualmente en tramitación en el Senado). Este intento de regulación confirma que existe una tendencia a la intervención, regulación nacional y fomento de la inversión privada, dentro del panorama internacional de esta materia. El objetivo es “impulsar una nueva herramienta de financiación directa de proyectos empresariales en sus fases iniciales de desarrollo, al tiempo que se protege a los inversores. Para ello se fijan las obligaciones de estas plataformas garantizando que sean transparentes y que los inversores dispongan de información suficiente”. Si observamos el panorama regulatorio internacional, ante la inexistencia de experiencia y regulación al respecto, se acude a las normas que regulan el comercio electrónico por el uso de Plataformas Informáticas (Ley Modelo CNUDMI sobre Comercio Electrónico de 1996, Ley 34/2002 de once de julio, la Ley del Mercado

de Valores y las Directivas 2000/31/CE y 2004/39/CE). Por otra parte, los países anglosajones del *Common Law* son los que abren entre sí las puertas a la inversión colectiva, con menores dificultades (EE.UU., Canadá, Reino Unido, Australia y Nueva Zelanda) (Lambert y Schwienbacher, 2010). Esto se debe a que en la zona euro, a pesar de los criterios de convergencia nominal que se adoptaron, los países tienen una estructura distinta de producción y de crecimiento, por lo que a la hora de transponer las Directivas, pueden surgir complicaciones en el crecimiento de una industria europea. Además, hay que acudir al Código Civil y Código de Comercio- para el caso español- porque no dejan de ser contratos electrónicos suscritos a través de una serie de plataformas, amparadas algunas en el negocio jurídico de comisión mercantil y otras en contratos de mediación. Por último, entiendo que habrá que proteger los datos de carácter personal de cada usuario de la plataforma, así que entrará en juego, entre otras leyes, la Ley Orgánica 15/1999 de trece de diciembre.

Conviene destacar, como segunda característica, el gran crecimiento de este medio de financiación- de 400 millones de euros en 2009 a 2.200 millones en 2012 y en España, de doce a treinta millones de 2012 a 2013-, sobre todo en empresas de pequeño tamaño, que por sus actividades sin gran potencial de crecimiento, no atraen a otros inversores. En España, en 2012 se recaudaron doce millones euros, en 2013 treinta millones de euros, y las previsiones para el año 2014, eran de entre cincuenta y setenta millones de euros (Amorós, 2013). Un ejemplo de uso de estas plataformas de financiación, ha sido el caso de *Mobincube*, que consiguió 300.000 millones por parte de treinta y tres inversores que aportaban hasta un máximo de 3.000 euros cada uno, en dos meses. En este caso, esta *startup*³ española pretendía la democratización de la creación de aplicaciones para *smartphones* y tabletas. Según el informe *Crowdfunding's Potential for the Developing World* del Banco Mundial, el crecimiento del *crowdfunding* es exponencial, estimándose que en 2025 se alcancen en China 50 billones de dólares. No obstante, esta innovación será de gran utilidad para los países en desarrollo con mayores problemas de acceso al crédito. Estas estimaciones están basadas en factores que permiten un 'ecosistema del *crowdfunding*', donde la

³ Término anglosajón de emprendimiento, es decir, negocios que se caracterizan por su crecimiento acelerado y su innovación.

penetración de las redes sociales es fundamental (Gracia, 2014). Todo esta previsión y tendencia, se ve reflejado en el siguiente gráfico⁴:

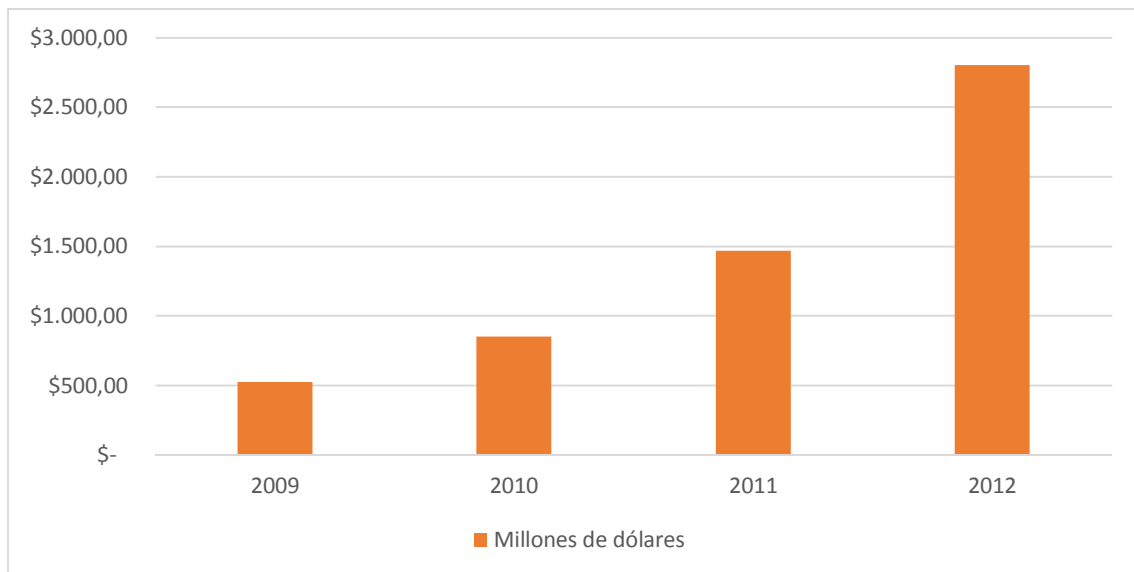


Figura 3

Fuente: Elaboración propia gracias a Massolution (2012)

En lo que respecta a la elección de este tema como propuesta de investigación, está justificado de alguna forma por el carácter novedoso y poliforme de la técnica.

Novedoso, porque como ya se ha dicho, se trata de una alternativa de financiación que no está muy regulada y con la que tampoco se ha experimentado hasta el momento. Además se desarrolla en un momento en el que la importancia del entorno 2.0⁵ es abismal y las sociedades de la información avanzan mucho, junto con la potenciación de las redes sociales, para fines sociales, económicos e incluso políticos; entorno caracterizado por la creación de relaciones o *networks* de personas que comparten intereses (Schwienbacher y Larralde, 2010). Se trata de una sociedad de la información basada en la colaboración que permite compartir conocimiento y fuentes, el carácter

⁴ Elaboración propia gracias a Massolution (2012): “Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms”, Crowdfunding Industry Report, pág. 15.

⁵ Evolución de la web y ámbito virtual caracterizado por los usuarios activos que contribuyen en la red para formar una comunidad que aporte conocimiento.

abierto de estos mecanismos y la existencia de internet (Lee, S.-H., DeWester, D. y otros, 2008). De hecho, como apunta Mata (2014), junto con las *webs* sociales- que refuerzan la confianza entre particulares- los mecanismos de pago seguro y el paso de la relación B2C (*business to consumer*) a C2C (*consumer to consumer*), han sido ejemplos de bases colaborativas *online*. Igualmente, es un medio que da pie a la innovación, progreso y crecimiento de la industria nacional y mundial, mediante un estímulo al consumo con la fidelización de los clientes potenciales y una reactivación económica en última instancia. Además, se consigue según Gracia (2014), una mejora de la eficiencia empresarial, un incremento de la variedad de elección del usuario inversor y nuevas posibilidades de empleo. Por todo ello, se entiende que se trata de una herramienta, como vemos, legislativa, para impulsar el progreso de las economías y de los emprendedores para darles mayores facilidades de expansión de sus negocios. Como todo utensilio estatal, puede limitar la eficacia del *crowdfunding* obstruyendo en cierta medida, el libre mercado, como por ejemplo, limitando las aportaciones de los inversores.

Poliforme, porque existe una multiplicidad de apariencias en esta financiación en masa. Como ya se ha dicho, existen diversas modalidades, que suscitan problemas y enfoques muy diversos, abarcando varias áreas jurídicas y empresariales. Al existir una amplia diversidad de financiación, el éxito de la alternativa es muy grande. Esto es lo que alimenta el interés en profundizar y aprender sobre este método.

Aun con todo, es, en parte, un tema académico que puede ser de una gran ayuda en el mundo profesional al contribuir en el proceso de formación tanto a nivel empresarial como a nivel jurídico.

1.4. Objetivos

Además del objetivo general, ya especificado, lo que se pretende con esta propuesta es analizar la fiabilidad tanto de la alternativa de financiación en masa, como del resultado de la estrategia empresarial adoptada. Dicho de otro modo, se averiguará en la medida de lo posible, el éxito en la fidelización de los clientes e inversores potenciales,

la calidad de los productos o servicios y de la inversión, junto con la solvencia de la misma. Ello nos permitirá observar la inclinación por parte de los inversores, hacia una u otra modalidad de *crowdfunding*, y, con ello, el tipo con el que se ha realizado un proyecto empresarial más rentable, tanto para los usuarios de la plataforma como para los promotores del mismo.

De igual forma, se tratará de comparar las normas que regulen esta técnica en el marco internacional. Gracias a ello, se descubrirán los principios que rijan este tipo de financiaciones en cada ordenamiento, y el consecuente éxito en las operaciones de *crowdfunding*, por cuanto la utilización de este mecanismo de financiación puede ser más intensa en determinadas zonas geográficas.

En última instancia, se contrastará el cambio en la situación de los emprendedores y pymes, y sus posibilidades de financiación. En términos económicos, se constatará si las medidas tomadas por el Banco Central Europeo orientadas a la reactivación del crédito (liquidez) y a la consolidación de una Unión Bancaria (test de estrés de banca, supervisión de las entidades de riesgo sistemático y el Sistema Único de Resolución, que tendrá lugar en el 2015) son eficaces gracias a esa reactivación económica (condición necesaria pero no suficiente para la eficacia de las medidas del BCE).

1.5. Metodología y estructura del trabajo

Utilizaremos un método descriptivo, deductivo y cualitativo, es decir, trataremos de explicar los fundamentos de este método, una vez analizadas las fuentes bibliográficas obtenidas y los estudios realizados por otros autores, yendo de lo general a lo particular. Es importante, apreciar las nociones de cada autor, y distinguir las ventajas e inconvenientes de esta técnica, en diferentes zonas geográficas. En el fondo, se trata de un estudio exhaustivo de todo lo que hay publicado hasta el momento, haciendo una síntesis para que sirva a los autores o investigadores posteriores.

En adelante, comenzaremos con un marco conceptual sobre el que se aplica el *crowdfunding* y las alternativas a la financiación bancaria (antecedentes y

homogéneos⁶), para después, abordar el fenómeno de la financiación en masa, donde se definirá con mayor precisión la financiación *crowdfunding*. Concretamente, se tratarán cuestiones como los agentes intervinientes en la operación, las modalidades que existen en el mercado, la función económica de este fenómeno, el testeo del producto y la normativa aplicable. En el mismo sentido, se mirará en detalle el Proyecto de Ley de Fomento de Financiación Empresarial, aludiendo al régimen de plataformas, promotores e inversores. Acto seguido, se mencionarán los problemas y limitaciones de este mecanismo de financiación. Finalmente, llegaremos a mis conclusiones del trabajo y de esta nueva técnica, que está tomando fuerza en los mercados de capitales.

Cabe destacar por el momento, que la modalidad de inversión en masa posee una importante configuración contractual, con múltiples figuras jurídicas que serán objeto de comentario en las líneas de este trabajo. Además de este contenido legal, el *crowdfunding* tiene sus raíces, en otra figura societaria, ya mencionada anteriormente, las cuentas en participación y las primeras sociedades anónimas (fundación sucesiva).

Específicamente, se abordará el papel protagonista de las plataformas de financiación en este tipo de operaciones, haciendo hincapié en el desarrollo e importancia de las redes sociales y la sociedad de la información (entorno 2.0). Por otra parte, con el testeo del producto se subrayará la eficiencia de proyectos empresariales, por lo que se podrá distinguir, en qué supuestos se tendrá que hacer uso de esta herramienta. De igual forma, se intentará localizar las facilidades que va ofreciendo cada legislación (panorama regulatorio internacional y normativa española vigente), y la repercusión económica que puede manifestarse en un determinado territorio. Concretamente, el derecho del mercado de valores está íntimamente unido a esta operación financiera, en tanto en cuanto se apoya en los principios de la reforma de la *JOBS Act* de 2012.

En esta misma línea, se analizará la figura del inversor en nuestra sociedad, y la protección que se le da en este tipo de operaciones (información que se le debe dar al

⁶ *Business angels, private equity, venture capital*, cuentas en participación y fundación sucesiva de sociedades mercantiles.

inversor, los límites de importe por inversor o los límites cuantitativos de la solicitud de financiación, entre otros)

Del mismo modo, investigaremos las limitaciones de este trabajo y del objeto estudiado. Como se ha venido reiterando, se trata de una financiación alternativa que no está regulada exhaustivamente, lo cual hace que su estudio sea enriquecedor y a la vez riguroso, en tanto en cuanto, los inversores se topan con grandes deficiencias cuando acuden a esta fuente. Igualmente, ese enriquecimiento nace ante la gran diversidad de las líneas de estudio, y con ello, se tratará de orientar este trabajo hacia nuevas líneas de investigación, valorando las limitaciones referidas.

2. ALTERNATIVAS A LA FINANCIACIÓN BANCARIA: *CROWDFUNDING* Y FIGURAS AFINES

El desarrollo de la crisis económica, financiera y bancaria ha conllevado al progreso de nuevos proyectos empresariales junto con una potenciación de la sociedad de información y el entorno 2.0. En este marco tiene cabida el tan mencionado *crowdfunding* o financiación alternativa, en aras de continuar con la potenciación y el desarrollo referido. No obstante, han existido figuras intermedias entre el tradicional préstamo o crédito bancario y la financiación virtual; como las que se mencionan a continuación.

En primer lugar, la necesidad de desarrollo de nuevas empresas innovadoras hace que éstas acudan a las entidades de capital riesgo, es decir, entes financieros que toman participaciones temporalmente en el capital de compañías inmobiliarias o no financieras. Estos medios han sido muy importantes desde dos puntos de vista; por un lado para la empresa en cuestión, en tanto que posee de manera innata, un potencial de crecimiento y, al mismo tiempo, un alto riesgo de estancarse y no prosperar. Además, por el otro lado, es esencial de cara a la economía de nuestro país, ya que son empresas con proyectos innovadores y con facilidad de crear empleo, atenuando así, los indicadores económicos más conflictivos (Gimeno, 2014). Concretamente, el *Venture Capital* o capital riesgo en sentido estricto⁷, consiste en la toma de una participación minoritaria, en empresas de nueva creación (tecnológicas generalmente), para que intervenga en la gestión, asesore y aporte contactos, de forma que, con la venta posterior, se obtengan beneficios al haber impulsado el crecimiento de dichas entidades y haber creado un valor añadido o fondo de comercio. Por su parte, el *Private Equity* se centra en la compra de una participación mayoritaria en empresas maduras, convirtiéndose- la entidad compradora, en accionista mayoritario. De este modo, al adquirir una participación mayoritaria, el comprador toma una posición de control en la sociedad (más del cincuenta por ciento en una sociedad de responsabilidad limitada y, más del treinta por ciento en una sociedad anónima). Así, se introduce el término mercantil de oferta pública de adquisición (OPA) para el caso de las sociedades

⁷ Cuestión íntegramente tratada por Álvarez (2013), Ríos (2013) y Gimeno (2014).

anónimas (obligación de lanzar una oferta por el porcentaje restante de participación). Lo que ocurre es que, al existir un cambio en la posición de control en la entidad, en ocasiones, el dominio de la compañía referida pasa de ser público a ser privado, de ahí que se denominen operaciones *public to private*. De igual forma, es común encontrarse con que la compra se ha financiado en su mayoría con recursos ajenos, de forma que el *repayment* del principal e intereses se realice con los fondos generados por la propia empresa adquirida; estamos pues, ante el *leveraged buy-out* o también conocido como LBO. Se trata pues, de una suerte de activo financiero que se vio por primera vez en Estados Unidos hacia los años cincuenta, precisamente como ocurre en el *crowdfunding*, para financiar proyectos empresariales que tenían dificultades para captar fondos en el mercado de capitales. Finalmente, se puso de moda hacia los años ochenta cuando tuvieron lugar las primeras operaciones apalancadas de empresas cotizadas. De hecho, estamos ante una actividad que gestiona una gran cantidad de dinero sin perjuicio del avance de la sociedad de la información. Como dice Sarría (2013), “Se estima que los cerca de 2.000 gestores de fondos de *private equity* en todo el mundo gestionan unos dos billones y medio de dólares, de los cuales más de dos tercios provienen de inversores americanos y están gestionados por firmas localizadas en Estados Unidos”. Esto implica, que las operaciones de LBO representan aproximadamente el 90% del importe de inversión de las ECR (Álvarez, 2013).

En segundo lugar, como mencionábamos en el apartado de contextualización, se encuentran los *business angels* o el capital riesgo informal⁸. Se trata de personas con una notable experiencia y sólido patrimonio, que adquieren un porcentaje minoritario en una empresa de reciente creación, para implicarse activamente en el proyecto empresarial. Como vemos, la función de estos empresarios es similar a la ejercida por el *Venture Capital*, lo que ocurre es que los primeros consiguen realizar la actividad típica del capital riesgo pero sin observar los requisitos legales ni beneficios fiscales de las ECS. Ahora bien, la importancia de estos agentes radica en su compatibilidad con el *Venture Capital*, por cuanto los primeros se centran en proyectos de menor tamaño y mayor coste/riesgo, de forma que las ECR tomarán una participación minoritaria de empresas de reciente creación con un tipo de proyecto, y los *business angels* por su

⁸ Aspecto tratado por Álvarez (2013), Ríos (2013) y Gimeno (2014).

parte, adquirirán otra participación minoritaria de nuevas empresas con otro tipo de proyecto distinto. Además, el fin es igualmente distinto, ya que las ECR tienen un objetivo económico, mientras que los empresarios referidos, tienen un objetivo de carácter organizativo y de gestión de la sociedad en cuestión. Como resultado, al ser empresarios con experiencia (tanto en éxitos como en fracasos), especialmente en el sector, asesoran a estos emprendedores, aportando un valor esencial gracias a esa actitud abierta al riesgo.

En tercer lugar, se encuadra la financiación en masa o *crowdfunding*, concepto definido por Álvarez (2013), como un esfuerzo colectivo de muchos individuos (*Online Creative Consumer Communities* según Kozinets, Hemetsberger y otros (2008)); que ponen en común una serie de recursos dinerarios (de pequeña cuantía) a través de unas plataformas virtuales (a las que se aludirá posteriormente) para apoyar un proyecto empresarial iniciado por una persona que tendrá el nombre de promotor. Baste por el momento mencionar, que dichas plataformas deberán proveer información sobre los proyectos que tienen publicados y que incurren en responsabilidad en caso de incumplir el principio de transparencia. Asimismo, deberán tener sistemas que detecten fraude y asegurarse de la identidad y seriedad de los inversores que concurren en la financiación. Los particulares que acuden a la financiación participativa tienen motivaciones diversas; desde el retorno económico- el cual dependerá de la modalidad de *crowdfunding* de que se trate- hasta el sentimiento de pertenencia a un grupo con sus preocupaciones sociales (Kleemann, Gunter y otros, 2008). Por eso, se entiende que antes de que se complete la financiación pueden revocar tanto el aportante como el promotor, así que, a *sensu contrario*, una vez cerrada la financiación y alcanzada la cuantía requerida, se estará ante un contrato del que surge la obligación para el promotor de emplear el dinero en el proyecto descrito en la plataforma (Álvarez, 2013). Se trata en definitiva de un soplo de aire fresco y respiro financiero que ayudará a potenciar proyectos innovadores (Lawton y Marom, 2013), es decir, un nuevo cambio o revolución, conocido como *the next big thing* (Llorca, 2010). No obstante, veremos conforme avance este trabajo, la idoneidad del derecho de desistimiento en este fenómeno de inversión.

Ahora bien, este método de financiación se asemeja a la fundación de las primeras sociedades anónimas y al contrato de cuentas en participación. El Título II (“De las

cuentas en participación”) del Código de Comercio dispone que los comerciantes, “podrán interesarse los unos en las operaciones de los otros, contribuyendo para ellas con la parte del capital que convinieren, y haciéndose partícipes de sus resultados prósperos o adversos en la proporción que determinen”. De este modo, como ya se ha dicho, el cuenta partícipe aporta recursos económicos sin entrar en la gestión del proyecto que se pretendía financiar, con el fin de participar en los resultados del mismo. Ahora bien, como dice el precepto, el cuenta partícipe se hace partícipe- y valga la redundancia- del resultado próspero o adverso, de forma que puede perder lo invertido si el resultado del proyecto referido es negativo. Entonces, no puede aportar ni trabajo ni derechos de uso, ya que lo relevante es que aumente el capital o patrimonio de la empresa financiada. De este modo, el tercero contratante no puede dirigirse contra el cuenta partícipe, en tanto que no hace de gestor en el proyecto, de forma que el que aporta los fondos es socio sin proyección externa. Así, el gestor del proyecto no podía alterarlo, suspenderlo, destinar los fondos a otro proyecto ni aceptar nuevas aportaciones de otros cuenta partícipes, sin autorización del que aportó los fondos en primer lugar. La *ratio legis* o el fundamento legal es, obvio ya que el cuenta partícipe aportó los fondos para destinarlo en un proyecto concreto, por lo que si se suspende o altera dicho proyecto, puede no seguir interesándole financiarlo, de ahí que se requiere autorización. En cuanto al segundo aspecto, como ya se explicó anteriormente, es evidente que si entran a formar parte del proyecto más cuenta partícipes, se estaría diluyendo el resultado que se obtenga del mismo. Se puede incluso decir, que se trata en el fondo, de una constitución de una sociedad, pero en las cuentas en participación no hay patrimonio común, no hay personalidad jurídica y no hay razón social común; esto es lo que les diferencia de las sociedades mercantiles.

Dicho esto, también hemos de recordar que tanto las cuentas en participación como el *crowdfunding*, toman su punto de partida en las expediciones que dieron pie a la constitución de las primeras sociedades anónimas. Así, se aportaban recursos económicos para la investigación y descubrimiento de tierras en Las Indias. De este forma, se conseguía la consecución de proyectos y la cantidad sobrante de los recursos aportados, destinaba a posteriores expediciones, de forma que, poco a poco, se iba creando una suerte de comunidad de fondos, que iban siendo gestionados por los promotores de las expediciones y financiados por todos los individuales que les

interesaba la expedición o proyecto. Este proceso de constitución de sociedades mercantiles se subsume dentro de la fundación sucesiva de las sociedades anónimas, estructurado en cuatro fases (Gimeno, 2014). En la primera se prepara el programa y folleto de suscripción de valores, para ser depositado en la CNMV⁹ y ser controlado por el Registro Mercantil y anunciado en el BORME¹⁰. En la segunda fase se suscriben las acciones y en la tercera tiene lugar la convocatoria y la celebración de la Junta General constituyente. Finalmente, en la última fase se otorga escritura de constitución y se inscribe en el Registro. Por tanto, paralelamente, si se aplica esta fundación sucesiva al *crowdfunding*, los promotores serían los solicitantes de fondos, realizarían la oferta pública para que las acciones fuesen suscritas por los mecenas.

Igualmente, el fenómeno del *crowdfunding*, se asemeja al funcionamiento de las asociaciones o entidades sin ánimo de lucro. Este paralelismo se debe a que dichas organizaciones funcionan gracias a liberalidades o donaciones realizadas por particulares y empresas que confían en el proyecto de las mismas. A modo de ejemplo y aunque no se trate de una asociación sin ánimo de lucro, actividades como las campañas televisivas que se realizan en cadenas como TV3 para el proyecto de la lucha contra el cáncer- en la que se recaudaron doce millones en el 2012- son antecedentes de este mecanismo (Mata, 2014). De este modo, se realizan aportaciones sin esperar nada a cambio, con el fin de que el proyecto salga adelante, lo cual se puede identificar con la modalidad *donation crowdfunding*, como después se explicará.

Finalmente, para tener una idea general del funcionamiento de este mecanismo de financiación alternativa, el siguiente gráfico nos muestra, de un modo esquemático, lo que será tratado en el bloque siguiente¹¹:

⁹ Comisión Nacional del Mercado de Valores es un organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de los que intervienen en los mismos. Trata de velar por la transparencia de los mercados de valores españoles, la buena formación de precios y la protección del inversor.

¹⁰ Boletín Oficial del Registro Mercantil es el mecanismo de publicidad del Registro Mercantil de España para los actos jurídicos que son susceptibles legalmente de darse a conocimiento público.

¹¹ Baeck, P., Collins, L. y otros (2012): "How the UK's businesses, charities, government, and financial system can make the most of crowdfunding". Crowding In. Nesta, pág. 5.

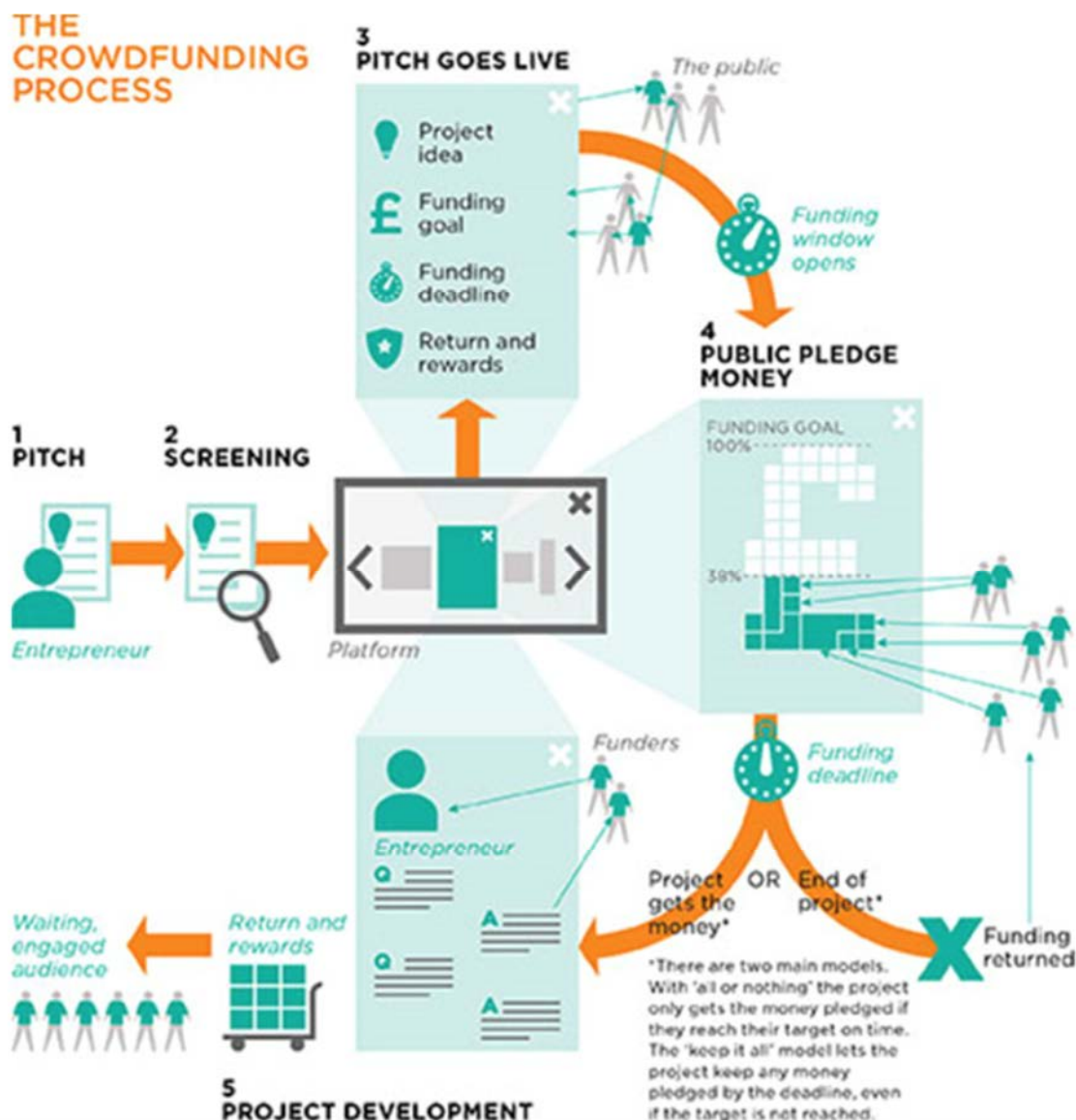


Figura 4

Fuente: Baeck, Collins y Westlake (2012)

En vista de lo anterior y sin perjuicio de lo que se exponga seguidamente, quiero resaltar las dos vías de *crowdfunding*; *all or nothing (fixed funding)* o *keep it all (flexible funding)*. La primera consiste en que el promotor se queda con la cantidad aportada siempre que coincida con el importe requerido, de forma que si no se llega al cien por cien de dicha cantidad establecida en el plazo fijado en la campaña, se procede a devolver las aportaciones a cada inversor. El segundo se distingue del anterior por cuanto el promotor se puede quedar con los fondos recaudados hasta el momento del

cierre de la operación con independencia de si se ha llegado al objetivo de financiación. Todo ello, con el fin de “*wait engaged audience*”, es decir, conseguir fidelizar a clientes.

3. FENÓMENO DEL CROWDFUNDING

3.1. Agentes

Esta financiación emergente está formada por tres agentes que conforman una relación triangular; de un lado están los promotores o *founders* que tienen la idea empresarial y deciden lanzar una campaña de marketing de su proyecto para conseguir financiarlo, de otro, los mecenas o “micromecenas” (*funders* en terminología anglosajona), es decir, los individuales que aportan recursos y, finalmente, la plataforma participativa que sería el intermediario de la transacción. De hecho, el propio artículo 46 del Proyecto de Ley define plataforma de financiación participativa como:

Las empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores.

Ahora bien, los promotores pueden hacer uso de plataformas existentes que se dediquen a operaciones de *crowdfunding* o crearlas *ex novo* para autofinanciar proyectos empresariales propios (Gracia, 2014).

El primer grupo son plataformas de financiación colectiva que deciden poner en contacto o no a promotores con inversores, es decir, analizan el proyecto propuesto y miran la viabilidad del mismo, de forma que, atendiendo a sus propios criterios, aceptan o rechazan la publicación de la campaña. Lo relevante aquí es que, estas plataformas pueden tener un papel pasivo o activo en la intermediación, es decir, pueden limitarse a poner en contacto a los otros dos agentes, o pueden además, crear una red de comunicación entre inversores para fomentar y asesorar tanto al promotor como al inversor. También, hacen un seguimiento del proyecto concreto e incluso invierten en dicho proyecto como prueba de confianza. En consecuencia, la plataforma se lleva una comisión previamente pactada, por los servicios prestados (más elevada en la modalidad

de *equity crowdfunding*, entorno a un 6,4 por ciento de la cantidad recaudada por el promotor¹²) y el promotor debe quedar sujeto a las condiciones de la plataforma¹³.

El segundo grupo está constituido por plataformas que pueden ser titularidad del promotor, de forma que éstas actúen como autofinanciadoras y no tanto como intermediarias. Ejemplo más claro de este tipo de plataformas es Microsoft con Chip In. Si se hace uso de esta categoría, el promotor tendrá un mayor control sobre su campaña, ni tendrá directamente que pagar comisiones o gastos a una plataforma ajena o someterse a sus plazos de financiación. Sin embargo, no dispondrá de apoyo profesional, ni de la experiencia que puedan tener las plataformas ajenas (Mata, 2014).

Lo relevante es que diversos autores como el anterior, han resaltado ciertas hipótesis sobre las plataformas, en vista de la experiencia del *crowdfunding* en la práctica. De modo, se intuye que no todas las plataformas son válidas para financiar todo tipo de proyectos, existen unas más especializadas que otras, existe también unos factores que aumentan la probabilidad de éxito en una campaña empresarial, el beneficio o satisfacción de la campaña o proyecto no está correlacionado directamente con la especialización y trayectoria de la plataforma. Sin embargo, todas ellas tienen un sistema de pagos colectivo que ofrece sencillez y seguridad al mismo tiempo, como por ejemplo *PayPal* (Mata, 2014).

La duración aproximada de las campañas en la *web* es entre uno y seis meses; y si en ese plazo no se consigue la cantidad de recursos pretendida, se deberán devolver las aportaciones a cada inversor (modalidad *all or nothing*), lo cual ha conllevado a discusiones doctrinales. Se trata por tanto de una condición suspensiva, por cuanto el contrato de financiación no se perfecciona hasta que se ha llegado a la cuantía establecida; esto es, como dice el artículo 1117 del Código Civil, la condición que consista en la ocurrencia de un acontecimiento en un plazo de tiempo, extingue la obligación- en nuestro caso, de aportar la cantidad de dinero pactada- con el mero transcurso de dicho

¹² Informe de la encuesta de la Asociación Española de Crowdfunding sobre las plataformas españolas de crowdfunding, junio 2014.

¹³ Ejemplos de este tipo de plataformas serían: *Crowcube*, *Kickstarter*, *Indiegogo*, *Fundedbyme* o *Verkami*.

plazo sin que acaezca la condición. Resultado distinto sería si se hubiese pactado la modalidad *keep it all* (vid figura 4).

3.2. Modalidades

Como ya se ha dicho anteriormente, existen cuatro modalidades de *crowdfunding*, a saber, *donation*, *reward*, *debt* y *equity*. Los dos primeros presentan problemas de calificación, mientras que los dos últimos son los analizados por el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial.

El *donation crowdfunding* está pensado para financiar proyectos de interés general o benéficos sin obtener nada a cambio (contribuciones gratuitas), de ahí su similitud a la forma de captación de fondos de las entidades sin ánimo de lucro (ONGs). Según Gracia (2014), existe una colaboración altruista, propia de la actividad de mecenazgo (participación privada en la realización de actividades de interés general). De hecho, es de vital importancia la labor de dichas entidades en ámbitos de investigación y desarrollo, y por ello, esencial la financiación tanto pública como privada.

El *reward crowdfunding* consiste en el ofrecimiento de una recompensa o contraprestación en especie a cambio de la contribución monetaria realizada por el inversor. Por ende, el encaje jurídico es el de la compraventa con entrega aplazada, en la medida en que el inversor aporta una cantidad monetaria, para recibir en el futuro un bien o servicio gratuitamente o a un precio más competitivo que el de mercado; convirtiéndose en consumidor y siéndole de aplicación la Ley de Defensa de Consumidores y Usuarios. Ahora bien, dentro de este grupo deben distinguirse las recompensas sin valor económico (como una llamada de agradecimiento) y las que sí tienen un valor en el mercado (producto o servicio), de ahí derivan los problemas de calificación o naturaleza referidos al comienzo de este apartado, en tanto que una recompensa con un mero valor simbólico puede ser concebida como una liberalidad y no como una compraventa. Aunque esta cuestión sea propia del ámbito jurídico, permítanme analizar este aspecto. Evidentemente si la recompensa es puntual y abstracta como un “gracias”, existe una falta de correspondencia o correlación entre lo

aportado y la contraprestación, por lo que autores como Gimeno (2014), entienden que no se puede tratar de un contrato de compraventa por mucho que exista una contraprestación por parte del promotor, sino que se debería incardinar hacia una donación modal, consistiendo el modo en la obligación de destinar el importe al proyecto determinado. Por el contrario, si la recompensa se materializa en un producto o servicio, estaríamos ante el contrato de compraventa referido, y no ante una liberalidad.

El *debt crowdfunding* o también conocido como *crowdlending* se asemeja a la figura del préstamo, ya que el inversor da una cantidad a cambio de una rentabilidad, sin asumir el riesgo y ventura del proyecto¹⁴, al igual que en el caso de cuenta partícipe. En este mismo sentido, es frecuente encontrarse en las plataformas, una suerte de préstamo participativo en virtud del cual el prestamista con la inyección de liquidez, acuerda un tipo de interés variable que vendrá determinado de acuerdo a la evolución del proyecto referido. Sin embargo, hay que tener en cuenta la posición que tiene la plataforma en cada caso, ya que si hace de mero intermediario (posición pasiva), habría entre promotor e inversor una relación bilateral, por lo que no estaríamos ante un caso de *crowdfunding* en sentido estricto, sino ante un préstamo (*peer to peer lending*) (Álvarez, 2014a). Si por el contrario, la plataforma tuviera un papel más activo, de asesoramiento e incluso de inversión, sí que estaríamos ante un proceso de financiación en masa.

Finalmente, el *equity crowdfunding* es la modalidad más común y la más regulada por la normativa de Fomento de Financiación Empresarial que está a punto de entrar en vigor. Aquí, lo más relevante es que la motivación de la persona física o jurídica que financia el proyecto, es la obtención de un porcentaje de participación en la nueva empresa que se constituye en virtud del proyecto empresarial, o, incluso, participación en la empresa que sea la promotora del citado proyecto. En este caso, como expone Gracia (2014), el inversor asume el riesgo de los beneficios o pérdidas de la explotación, al convertirse en socio de la entidad promotora. A modo de ejemplo el autor referido en la misma obra, propone tres ejemplos de inversión mediante esta modalidad de *crowdfunding*. De este modo, se distingue entre:

¹⁴ En este sentido, en la *Harvard Business Review* se mostraron una lista de operaciones de crédito de este tipo que consistían en créditos blandos, esto es, con un tipo de interés bajo, pero mayor que el referente a un depósito bancario (MATA, 2014).

- Participación en los beneficios del proyecto empresarial: esta figura comparte identidad con el contrato de cuentas en participación, en la medida en que el promotor se correspondería con el gestor del proyecto y los inversores son los cuenta partícipes.
- Adquisición de derechos de explotación sobre el activo intangible del proyecto: como por ejemplo cuando el proyecto consiste en la producción de una película cinematográfica.
- Suscripción de acciones o participaciones en la sociedad que inicia el proyecto: éste es el ejemplo típico de esta modalidad, que se asemeja a la fase de constitución de una sociedad mercantil. De hecho, se encuadra dentro del marco de una comunidad de bienes, ya que ésta se constituye con la participación económica de los inversores, pasando a ser copropietarios de caudal recaudado.

Por todo ello, lo más importante es que el inversor que aporta los fondos, no se convierte en accionista, sino que, tal y como establece la Comunicación de la Comisión de 2014, existen otros sistemas de participación en los beneficios (*profit sharing schemes*) en condición de obligacionista o bonista, es decir, en concepto de titular de valores de deuda o instrumentos híbridos. De este modo, los inversores pueden recibir a cambio de su inyección de liquidez, títulos de deuda canjeables y/o convertibles. Los primeros como su propio nombre indica, se canjean por acciones ya existentes, acciones que la entidad tiene en autocartera, mientras que los segundos se canjean por acciones de nueva emisión. De hecho, los inversores pueden participar en los beneficios a título de prestamista participativo, o utilizar instrumentos híbridos entre deuda y capital. Normalmente, en Estados Unidos las empresas más innovadoras utilizan rondas de financiación, de forma que se van captando recursos escalonada y progresivamente a medida que vayan teniendo interés los *funders* en el proyecto. De esta forma, se instrumenta la entrega como una obligación (*note* o *convertible note*) que podrá convertirse en capital al tipo de canje establecido. El único inconveniente en España es que existe un límite en la aportación por inversión, por plataforma, por proyecto y por año; así que quizás esas rondas de financiación no sean posibles en determinados

proyectos. De todas formas, según Heminway y Hoffman (2010), esta modalidad está sujeta a altos niveles de regulación en la mayoría de los países, lo cual dificulta, en ocasiones, la libertad de financiación.

La trayectoria de uso en *crowdfunding* no está muy definida debido al corto espacio de tiempo que lleva en funcionamiento. Aun con ello, en el gráfico siguiente se representan los porcentajes de uso de cada una de las modalidades y, por ende, sus respectivas demandas¹⁵:

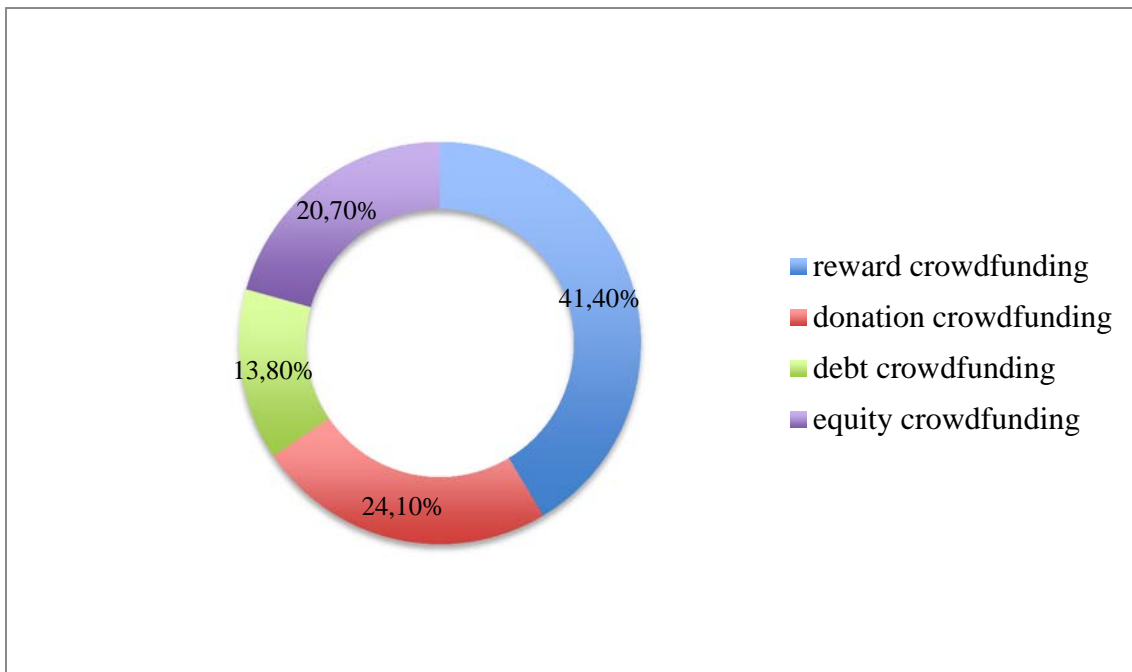


Figura 5

Fuente: Elaboración propia gracias a los datos tomados de una encuesta *online* de www.spaincrowdfunding.org

De este modo, para clarificar los tipos de *crowdfunding*, en el cuadro siguiente queda estructurado la forma de contribución, contraprestación y motivación de cada modalidad¹⁶.

¹⁵ Gráfico de elaboración propia gracias a los datos tomados de una encuesta *online* de www.spaincrowdfunding.org.

¹⁶ Elaboración propia gracias a Baeck, P., Collins, L. y otros (2012): “How the UK’s businesses, charities, government, and financial system can make the most of crowdfunding”. Crowding In. Nesta, pág. 4.

	Form of contribution	Form of return	Motivation of funder
Donation Crowdfunding	Donation	Intangible benefits	Intrinsic and social motivation
Reward Crowdfunding	Donation / Pre-purchase	Rewards but also intangible benefits	Combination of intrinsic, social motivation and desire for reward
Crowdfunded Lending	Loan	Repayment of loan with interest. Some socially motivated lending is interest free	Combination of intrinsic, social and financial motivation.
Equity Crowdfunding	Investment	Return on investment in time if the business does well. Rewards also offered sometimes. Intangible benefits another factor for many investors	Combination of intrinsic, social and financial motivation

Tabla 1

Fuente: Elaboración propia gracias a Baeck, Collins y Westlake (2012)

3.3. Función económica de la inversión en masa

Esta forma de financiación puede resultar apropiada para los proyectos innovadores, en tanto en cuanto el acreedor aportante asumirá el mismo nivel de riesgo- con independencia de si se cumplen con las expectativas de la financiación- y no obtiene ningún beneficio, salvo que se ofrezcan una contraprestaciones muy altas (Álvarez, 2014a). Si se da este caso, al tratarse generalmente de una empresa innovadora y estar en sus fases iniciales de desarrollo, los acreedores referidos no esperarán cobrar la parte que se les debe y por eso, se entiende que la obtención por el inversor de participación en la empresa, sea quizás, un elemento solvente.

En este sentido, el citado autor considera que esta inversión como medida de financiación cubre unas necesidades que no han sido cubiertas por otros financiadores, es lo que se conoce como el hueco o *gap* financiero. Tradicionalmente, las entidades se han tratado de financiar bajo lo que se conoce como las tres efes; *friends, family and fools*, eso sí, hasta un límite, a partir del cual entran en escena nuevos financiadores de capital, como el capital riesgo o los *business angels*. De esta forma, el crowdfunding según un estudio del Banco Mundial (Infodev), completa el hueco o espacio entre 50.000 y un millón euros junto con los *business angels*, ocupando el lugar descrito en el gráfico tomado del mismo informe¹⁷. En este sentido, con la actuación de ambos medios se consigue que los pequeños ahorradores (microinversores), dispersos geográficamente, aporten dinero y la financiación de proyectos de menor tamaño y con intereses especiales (Álvarez, 2014b). Esta acción según Schwienbacher y Larralde (2010) se conoce como *tap the crowd*¹⁸

El papel de la financiación en masa en el ciclo empresarial

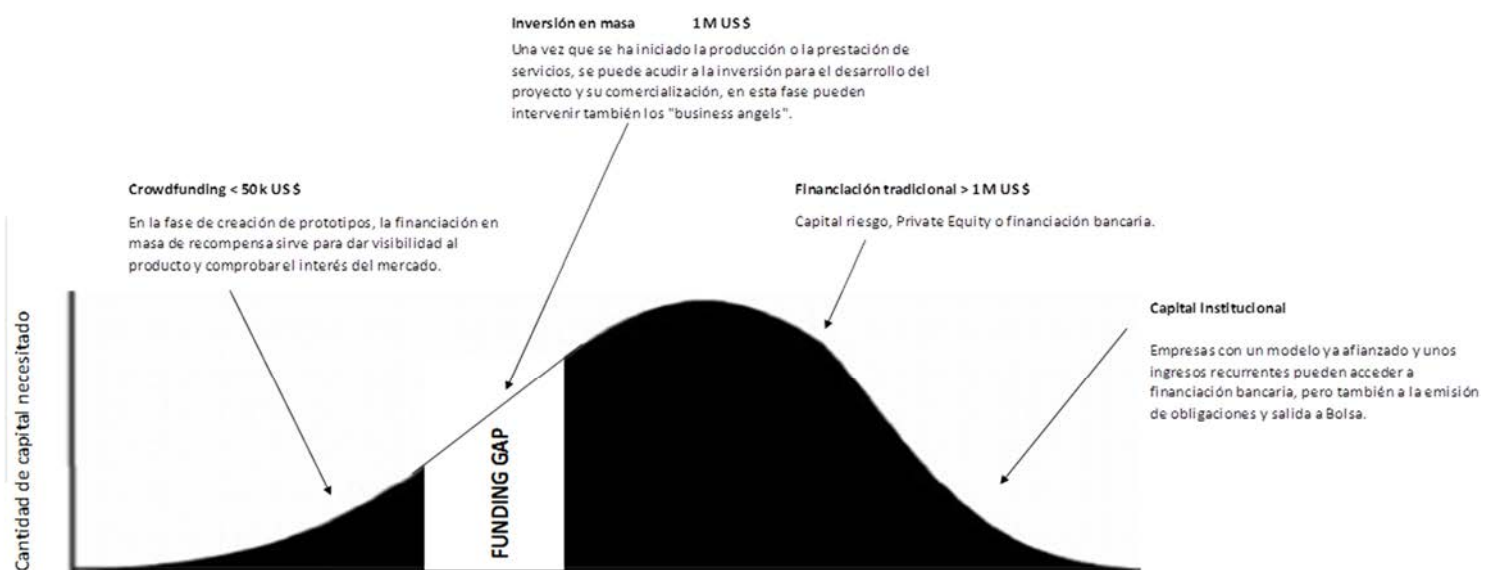


Figura 6

Fuente: Elaboración propia gracias al Estudio del Banco Mundial (Infodev) (2013)

¹⁷ Elaboración propia gracias al Estudio del Banco Mundial (Infodev) (2013).

¹⁸ *Raise money directly from individuals*, es decir, captar a la multitud y atrapar sus recursos.

En esta misma línea, por la acción del *crowdfunding* en el hueco financiero, los microinversores han tomado, como ya se ha dicho, una posición activa, y por ende, se ha valorado especialmente su importancia en este tipo de financiación. Así, se habla del efecto sinergia, en la medida en que el efecto que producen las aportaciones y concurrencia de estos pequeños inversores en el total de la captación de fondos, es mayor que la suma de las actuaciones individuales de cada uno. Esto implica que la multitud aporta un valor añadido o lo que se conoce como la sabiduría de las masas (Álvarez, 2014b), con lo que se pretende clarificar que la suma de las decisiones de estos inversores, pueden ser igual o más acertadas que la de expertos. De hecho, esto es lo que justifica que autores consideren este fenómeno como una visión de cambio y continuidad en la conexión entre las formas participativas y el mercado (Roig, 2009), porque tradicionalmente los particulares no habían tomado un papel tan relevante en un mecanismo de financiación. Aun con ello, autores como Lorca (2010) subrayan la importancia de agentes individuales como colectivos, porque tienen acceso a herramientas de producción que generan nuevos sistemas productivos y proyectos empresariales. Así, según Brabham (2008b), cuanto más heterogéneos sean los aportantes, más eficiente será el resultado de la campaña¹⁹.

Por otra parte, el *crowdfunding* tiene una función de carácter comercial o de marketing. La campaña sirve como validación del proyecto para los promotores del mismo, por cuanto antes de su lanzamiento, se tiene que exponer para ver el interés en el mercado. De este modo, las plataformas, establecen una serie de criterios a la hora de seleccionar los proyectos que van a publicar, porque recordemos que el papel de las mismas podía variar dependiendo del proyecto (activo o pasivo), así que a dichas plataformas también les interesa que los inversores tengan una buena imagen de ellas de forma y manera que, cuando los particulares quieran adentrarse en un proyecto, acudan a la plataforma que tenga buena fama por la eficiencia de los proyectos empresariales que publica. A modo de ejemplo, se conoce que la plataforma Crowdcube²⁰, selecciona alrededor de un veinticinco por cien de los proyectos que se le presentan y sólo consiguen la financiación requerida otro veinticinco por ciento (Álvarez, 2014a).

¹⁹ Cuanto más distintos sean, mayor será su contribución y mayor será su eficiencia a la hora de resolver problemas de empresas.

²⁰ Plataforma de inversión centrada en la modalidad de *equity crowdfunding*.

Ahora bien, hay que distinguir entre los dos tipos de inversores que pueden concurrir en esta financiación en masa en España, de cara puntualizar las ventajas que les reporta la función económica del *crowdfunding*. En este sentido, el artículo 78 *bis* de la Ley del Mercado de Valores, diferencia entre los inversores cualificados, institucionales o profesionales y los inversores minoristas, dependiendo de la cantidad de información y experiencia que tengan en el mercado, de forma que los que tengan más práctica en el mercado de capitales y un volumen de recursos elevado, serán calificados de profesionales con respecto a los cuales, la obligación de transparencia será menos exigente que si se trata de los segundos, ya que éstos son más vulnerables al tener un patrimonio menor y un menor conocimiento del mercado²¹.

Desde el punto de vista de los inversores minoristas, esta función económica les permite considerar al *crowdfunding* como una forma de desintermediación, ya que como las aportaciones que realizan son de pequeña cuantía y no tienen la obligación *a priori* de llevar un seguimiento del proyecto, pueden diversificar su inversión. Sin embargo, estos pequeños inversores ostentan un nivel menor de información del mercado, lo que implica que están desprotegidos y necesitan un volumen de información mayor por parte de las plataformas.

Desde el punto de vista de los inversores profesionales, las ventajas son evidentes en su modalidad de *crowdinvesting*, ya que pueden adquirir participaciones mayoritarias dependiendo del volumen de financiación de que se trate. Recordemos que los inversores tendrán un límite de financiación en España, pero como establece Álvarez (2014a), entre una y tres personas cubren una parte relevante de la financiación, con cantidades superiores a los 3000 euros, representando por regla general, cerca del ochenta por ciento del importe financiado.

De todas formas, lo que potencia el uso del *crowdfunding* son los siguientes factores: falta de financiación, asimetría de información, forma de la organización,

²¹ Para los demás aspectos formales y enumeraciones me remito al artículo 78 *bis* de la Ley referida.

preferencia por el control de la empresa, la cantidad o importe requerido, cuestiones legales y la fuerza y deseo de la masa (*the wisdom of the crowd*) (Schwienbacher y Larralde, 2010).

Para terminar con este apartado, es conveniente hacer referencia a las limitaciones que presenta la inversión en masa y que trata de resolver el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial. El primero de ellos, es el reiterado principio de la protección del inversor minorista, porque se intenta evitar que los ahorradores utilicen sus fondos en productos inadecuados para ellos. De hecho, una de las objeciones a la nueva normativa, es precisamente la inobservancia de la figura del inversor profesional en este tipo de financiación, cuando en la práctica se ha demostrado que de los proyectos empresariales -financiados a través de las plataformas- que han salido adelante, las contribuciones de los citados inversores, han sido fundamentales. Igualmente, se enuncian sin ánimo exhaustivo, los riesgos regulares del *equity crowdfunding* (Álvarez, 2014a):

- Riesgo de fracaso de las entidades de nueva creación
- Riesgos específicos de las participaciones minoritarias en sociedades (falta de dividendos, iliquidez...)
- Conflicto de intereses entre la plataforma participativa y los inversores

3.4. Testeo del proyecto empresarial

Cuando un promotor opta por captar fondos a través de las plataformas participativas, puede prever, por partida doble, el éxito o fracaso del producto, servicio o proyecto de que se trate. En efecto, como ya se ha explicado con anterioridad, el promotor a modo indiciario puede ver si le compensa o no, continuar con el desarrollo del proyecto, cuando se lo propone a distintas plataformas para su publicación y posterior intermediación. De esta forma, si éstas muestran interés por formar parte del proyecto, no habrá razón alguna para abandonarlo. En segundo lugar, la eficiencia y efectividad del proyecto referido se hace visible a medida que concurren los clientes o

inversores particulares en las plataformas virtuales, es decir, si se aporta efectivamente el importe requerido por el promotor, no procederán las devoluciones de las citadas aportaciones a los respectivos individuales y, en consonancia, saldrá el proyecto al mercado. Asimismo, el éxito del proyecto puede despertar el entusiasmo de nuevos inversores, al margen de los que hayan concurrido en la financiación. Por ello, cuando la empresa va madurando y recurren a entidades de capital riesgo o *business angels*, se les exige el testeo del *crowdfunding* como medio para filtrar las ideas empresariales (Gracia, 2014).

Concretamente, cuando estamos ante un *reward crowdfunding*, el promotor con la recompensa pretende fidelizar al cliente, y cuando se trata de *crowdinvesting*, se buscan socios o colaboradores (Gracia, 2014).

Ahora bien, como ya se ha dicho, es importante pensar en puntos para aumentar la probabilidad de éxito de la campaña empresarial. De hecho, conviene cerrar los puntos clave u objetivos de tu campaña y ponderarlos. Con carácter orientativo, desde el punto de vista operacional y a título meramente indicativo, tomamos el sentido de actuación de Palencia-Lefler Ors, M. (2001) reflejado en el gráfico siguiente²².

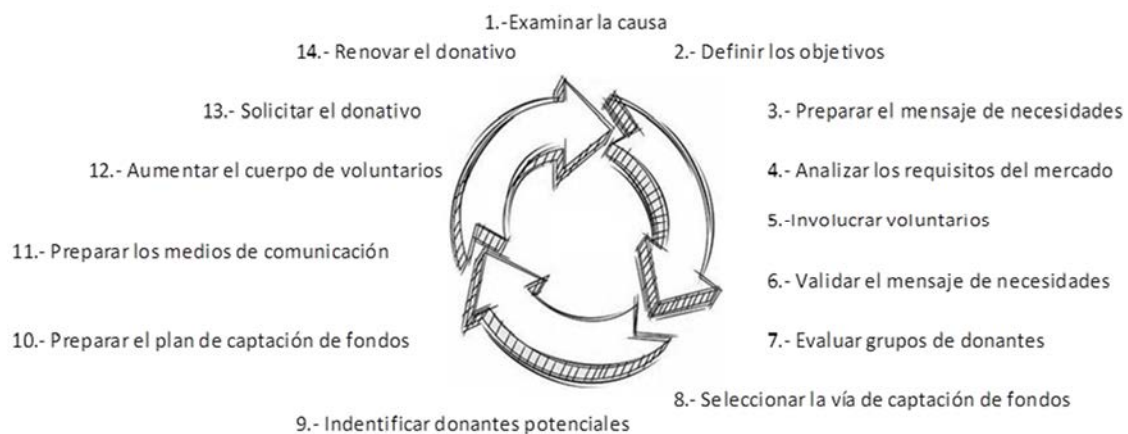


Figura 7

Fuente: Elaboración propia gracias a Palencia-Lefler Ors, M. (2001)

²² Elaboración propia gracias a Palencia-Lefler Ors, M. (2001): "Fundraising. El arte de captar recursos". Manual estratégico para organizaciones no lucrativas. Barcelona: Instituto de Filantropía y Desarrollo, pág. 187.

En vista de lo anterior, los promotores pueden tratar de seguir el orden dispuesto en la propuesta del autor referido, de modo que se consiga aumentar la probabilidad de éxito de la campaña. Naturalmente, hay que cuidar los medios de comunicación, eligiendo bien al público objetivo, analizar la situación de mercado y los sectores afectados económicamente. Con todo ello, para que un proyecto empresarial se haga realidad, lo principal es que a un grupo de inversores le atraiga la campaña y concurran a la financiación, pero esto es posible si existe una certeza o viabilidad de pago o de contraprestación por parte del promotor (Mata, 2014). En definitiva se trata de un círculo vicioso y el efecto bola de nieve (*snowballing effect*) ya que los promotores convencen a inversores y éstos a más particulares, gracias a las redes sociales (Gerber, Hui y otros, 2012). Por este motivo, conviene que se disponga de garantías- ya sean reales o personales- para la consecución de esa seguridad económica. En definitiva, con carácter indiciario, se mencionan una serie de causas de éxito, ilustradas en el siguiente gráfico²³:

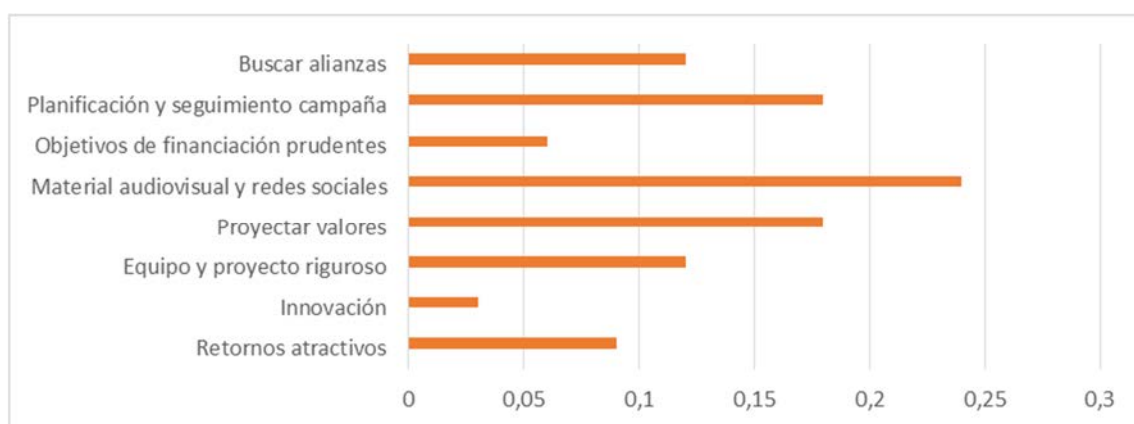


Figura 8

Fuente: Elaboración propia gracias al Informe de la encuesta de la Asociación Española de *Crowdfunding* sobre las plataformas españolas de *crowdfunding* (2014)

²³ Elaboración propia gracias al Informe de la encuesta de la Asociación Española de *Crowdfunding* sobre las plataformas españolas de *crowdfunding*, junio 2014.

Como ya apuntábamos, se observa que el medio de comunicación y material audiovisual es la causa de éxito más consolidada, seguido por la organización y presentación de la campaña y los valores y principios que fundamentan el proyecto empresarial. Esto es muy significativo, porque demuestra el valor moral de la sociedad y el interés que se puede llegar a poner en un proyecto, si tiene fines éticos y solidarios. Como dice Xavier Olivella, Presidente de la Asociación Española de Crowdfunding, la clave de éxito consiste en “tener una buena historia que contar y saber a quién se lo quieres contar”.

Por su parte, Mata (2014) expone catorce puntos de éxito en una campaña que enumero seguida y resumidamente:

- Conexión con interés social
- Buena trayectoria del promotor
- Buen *networking* y capacidad de difusión
- Cantidad de financiación realista
- Presentación convincente del proyecto
- Sistema de recompensas
- Seguimiento eficiente con la *web* social (*Facebook, instagram, twitter...*)
- Buen sistema de comunicación
- Actualizar constantemente con novedades de la campaña
- Duración sea inferior a cuarenta días
- Agradecer la colaboración

Por su parte Schwienbacher y Larralde (2010) y en la misma línea que los autores anteriores, exponen dos frases clave obtenidas gracias a un estudio que realizaron, *communicate to everybody but just select a few and invest more than money*. De hecho, se habla mucho de la involucración afectiva por parte de los inversores, como punto clave en el resultado del proyecto (Villalta, Almazán y otros, 2013), lo que conlleva a que se aporte mucho más que recursos (valores, mejoras, hábitos, fidelizaciones, entre otros) (Ferrari y Granovetter, 2009).

Con ánimo de subrayar por un lado, la importancia de este tipo de operaciones en la sociedad y las ventajas de lograr un resultado óptimo en el proyecto empresarial y, por otro, las categorías y proyectos que son susceptibles (óptimo, eficaz y eficiente) de ser financiados a través de las plataformas de financiación participativa, expongo cuatro cuadros de la plataforma *Kickstarter*²⁴ en los que se muestra: cantidad de financiación y proyectos alcanzados, las categorías de las campañas en las que ha intermediado la plataforma, las categorías de los proyectos exitosos y no exitosos, respectivamente²⁵:

\$1,591,467,408		80,161
total dollars pledged to Kickstarter projects		Successfully funded projects
8,152,985	2,462,725	21,031,042
Total backers	Repeat backers	Total pledges

Tabla 2

Fuente: *Kickstarter Stats* del doce de marzo 2015

²⁴ Plataforma de financiación participativa de proyectos creativos más grande del mundo.

²⁵ Datos tomados de *Kickstarter Stats* el doce de marzo 2015.

Projects and Dollars

Category	Launched Projects	Total Dollars	Successful Dollars	Unsuccessful Dollars	Live Dollars	Live Projects	Success Rate
All	214,581	\$1.59 B	\$1.35 B	\$192 M	\$51 M	8,637	38.92%
Games	15,648	\$326.98 M	\$285.66 M	\$33.98 M	\$7.33 M	729	33.79%
Film & Video	44,705	\$266.23 M	\$220.45 M	\$41.83 M	\$3.95 M	1,210	38.86%
Design	12,983	\$262.49 M	\$213.35 M	\$26.61 M	\$22.53 M	612	34.83%
Technology	12,041	\$255.84 M	\$214.14 M	\$32.68 M	\$9.02 M	1,015	22.86%
Music	37,057	\$140.11 M	\$126.56 M	\$11.92 M	\$1.64 M	1,025	53.19%
Food	13,146	\$67.28 M	\$55.00 M	\$11.04 M	\$1.23 M	787	28.80%
Publishing	23,488	\$66.99 M	\$55.83 M	\$10.02 M	\$1.14 M	822	30.47%
Fashion	10,490	\$53.45 M	\$45.00 M	\$7.01 M	\$1.44 M	563	25.44%
Art	16,713	\$47.70 M	\$40.88 M	\$6.29 M	\$534.00 K	617	43.53%
Comics	5,409	\$36.03 M	\$32.53 M	\$2.70 M	\$799.71 K	181	49.87%
Theater	7,638	\$30.42 M	\$26.46 M	\$3.38 M	\$581.20 K	185	61.81%
Photography	6,874	\$18.53 M	\$15.28 M	\$2.84 M	\$400.40 K	273	30.45%
Dance	2,530	\$8.52 M	\$7.84 M	\$582.86 K	\$94.30 K	90	66.39%
Journalism	2,240	\$5.95 M	\$4.89 M	\$776.12 K	\$286.65 K	200	25.64%
Crafts	3,619	\$4.95 M	\$3.89 M	\$823.44 K	\$230.11 K	328	26.16%

Tabla 3

Fuente: *Kickstarter Stats* del doce de marzo 2015

Successfully Funded Projects

Most successfully funded projects raise less than \$10,000, but a growing number have reached six and even seven figures. Currently funding projects that have reached their goals are not included in this chart — only projects whose funding is complete.

Category	Successfully Funded Projects	Less than \$1,000 Raised	\$1,000 to \$9,999 Raised	\$10,000 to \$19,999 Raised	\$20,000 to \$99,999 Raised	\$100 K to \$999,999 Raised	\$1 M Raised
All	80,161	9,278	48,348	11,132	9,512	1,796	95
Music	19,165	1,844	13,979	2,384	912	45	1
Film & Video	16,901	1,713	9,968	2,658	2,328	230	4
Art	7,006	1,411	4,646	611	315	22	1
Publishing	6,906	1,052	4,439	863	521	31	0
Games	5,041	351	1,945	919	1,352	434	40
Theater	4,607	594	3,437	363	204	9	0
Design	4,309	279	1,469	814	1,329	404	14
Food	3,559	412	1,535	841	730	39	2
Comics	2,607	309	1,612	365	277	43	1
Fashion	2,525	261	1,280	446	468	69	1
Technology	2,521	160	735	358	781	456	31
Photography	2,010	347	1,230	271	154	8	0
Dance	1,620	143	1,301	133	43	0	0
Crafts	861	304	470	52	32	3	0
Journalism	523	98	302	54	66	3	0

Tabla 4

Fuente: *Kickstarter Stats* del doce de marzo 2015

Unsuccessfully Funded Projects

Funding on Kickstarter is all-or-nothing in more ways than one. While 12% of projects finished having never received a single pledge 79% of projects that raised more than 20% of their goal were successfully funded.

Category	Unsuccessfully Funded Projects	0% Funded	1% to 20% Funded	21% to 40% Funded	41% to 60% Funded	61% to 80% Funded	81% to 99% Funded
All	125,783	24,638	79,788	13,505	5,118	1,795	937
Film & Video	26,594	5,514	17,117	2,679	876	284	124
Music	16,867	4,025	9,727	2,068	739	227	81
Publishing	15,760	3,590	9,982	1,429	525	171	63
Games	9,878	1,016	6,758	1,157	552	236	159
Art	9,090	1,970	5,527	1,020	384	129	60
Food	8,800	1,778	5,661	845	349	106	61
Technology	8,505	1,352	5,902	722	297	127	105
Design	8,062	680	5,386	1,166	504	194	130
Fashion	7,402	1,673	4,584	743	250	97	55
Photography	4,591	1,121	2,746	489	156	64	15
Theater	2,846	518	1,764	367	133	42	22
Comics	2,621	250	1,693	412	175	66	25
Crafts	2,430	576	1,501	208	95	29	21
Journalism	1,517	435	944	95	27	5	11
Dance	820	140	496	105	56	18	5

Tabla 5

Fuente: *Kickstarter Stats* del doce de marzo 2015

3.5. Normativa aplicable al proceso de financiación participativa

Hasta el momento, ni la CNMV ni el Banco de España han puesto ningún impedimento en esta operación, pero ello no es óbice para que no se incluyan requisitos en el nuevo Proyecto de Ley (Gracia, 2014), como se explicará en el siguiente apartado de este trabajo.

Sin contar con el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación de la Empresarial que todo indica que entrará en vigor próximamente, existen normativas españolas que son aplicables a la operación de *crowdfunding*.

Naturalmente, rige la normativa vinculada al comercio electrónico, por cuanto no dejan de ser aportaciones nacidas en virtud de un contrato electrónico entre promotor y plataforma, y entre ésta y los inversores que concurren a la financiación. En consonancia con lo anterior, se aplicará la Ley 34/2002, de once de julio, de servicios de la sociedad de información y comercio electrónico; para regular los aspectos propios de este tipo de contratos (prestaciones, comunicaciones, validez del consentimiento...). No obstante, para que esta ley se aplique a una operación de *crowdfunding*, es necesario que la plataforma esté establecida en España (Gracia, 2014). Además, a nivel comunitario, se conoce que rige el principio de libre prestación de servicios de la sociedad de información, de forma que tanto el promotor como los inversores pueden concurrir en proyectos empresariales a través de plataformas localizadas en cualquier Estado Miembro²⁶.

Dicho esto, conviene distinguir dos tipos de relaciones en este tipo de operación, a saber, promotor- plataforma y plataforma-clientes.

La primera relación no ofrece, hasta el momento, problemática empresarial más allá del aspecto del marketing comentado anteriormente. Sin embargo, sí que resulta importante destacar que gracias a la contratación con una plataforma participativa, se consigue crear y fomentar una relación con los inversores, de forma que se conviertan éstos en consumidores y usuarios (si el proyecto se concreta en un producto o servicio), en socios (si la operación consiste en una inversión en masa o *equity crowdfunding*), o en financiadores (si estamos ante un negocio de *crowdlending*).

La segunda relación se rige por las condiciones generales del contrato, en la medida en que dichas plataformas cuando admiten un proyecto -por haber cumplido los

²⁶ Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, Chipre, Croacia, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rumanía, Suecia.

requisitos establecidos por la misma- contratan con los individuales de acuerdo con unos términos y condiciones de uso que se proponen de manera generalizada a todos los clientes interesados en involucrarse en un proyecto empresarial concreto. De este modo, se hablan de contratos tipo con condiciones generales de contratación. Aun con ello, hay autores como Gimeno (2014), que duden acerca de la naturaleza de la posición que ocupa la plataforma en relación con los inversores, de forma que se discute si se trata de una comisión o una mediación. La primera consiste en que el comisionista (la plataforma) contrata con un tercero (los clientes o inversores) para que realice por cuenta y riesgo de un comitente (promotor), un encargo concreto (financiación del proyecto), de forma que el comisionista contrata con el tercero en representación del comitente, entendiéndose celebrado el contrato directamente entre comitente y tercero. Por su parte, el contrato de mediación consiste en que el mediador (la plataforma) promueva la contratación, en nuestro caso, entre promotor y cliente; es decir, se encarga de ponerles en contacto. A pesar de que la respuesta a esta cuestión doctrinal no sea clara, suponemos que se estará ante un contrato u otro, dependiendo del papel que tenga la plataforma. Si fuera un papel de intermediación y por tanto, un papel activo de asesoramiento y comunicación con el resto de agentes, se asemejará más a un contrato de comisión y si, por el contrario, la plataforma adopta un papel pasivo, estaremos ante un caso similar al de mediación. De hecho, indicamos que se asemejará a uno de los dos contratos, porque la plataforma efectivamente contrata con los inversores en su propio nombre, es decir, hay una relación trilateral, en la que existen consentimientos de todos los agentes de la operación (promotor-plataforma-inversores).

Por tanto, los inversores se ponen en contacto con la plataforma y deciden o no financiar el proyecto, dependiendo de las características del proyecto, posible rentabilidad de la contraprestación, necesidad de pertenencia a un grupo social; entre otras. Además, puede ocurrir que, ante el contrato tipo de la plataforma, los particulares no estén de acuerdo con ciertas condiciones o cláusulas, en cuyo caso, al asemejarse a un contrato de adhesión (o te adhieres o no te adhieres, sin posibilidad de negociación) optarán por no contratar.

4. ESTUDIO DEL PROYECTO DE LEY DE FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

4.1. Derecho comparado

Estados Unidos

Como ya se ha expuesto al comienzo de este trabajo, el origen del *crowdfunding* se encuentra en Estados Unidos, en el amplio concepto de activo financiero (*security*). Concretamente, todo deriva del contrato de inversión (*investment contract*) cuyo contenido fue fijado gracias a resoluciones judiciales, entre las que está el caso *SEC v. W.J.Howey co.*, donde se creó el *Howey test* (Gimeno, 2014). Esta prueba tenía como presupuestos los siguientes puntos:

- a) Abono de dinero
- b) En un proyecto empresarial
- c) Con expectativa de beneficio
- d) Derivado de la labor de promotores
- e) No existe sistema normativo alternativo

Por tanto, como en el *crowdfunding* se dan los presupuestos enumerados, se entiende que toda campaña de *equity crowdfunding* es oferta de activos y, en consecuencia, debe cumplir los requisitos del organismo que regula el mercado de valores; la *Securities and Exchange Commission* o SEC²⁷ (Álvarez, 2014a). Por todo ello, se promulgó el *Jumpstart Our Business Start-ups Act* también conocido como *JOBS Act*, para regular y hacer posible este tipo de operaciones de financiación, de forma que haya que cumplir con obligaciones menos exigentes siempre que no superen unos límites. En concreto, como expone Álvarez (2014b) en su artículo, el límite de inversión es la mayor cifra de entre dos mil dólares o un cinco por ciento de la retribución anual o del patrimonio neto del inversor (siempre que la retribución referida

²⁷ Agencia independiente americana que supervisa el funcionamiento de los mercados financieros y bursátiles gracias a sus cuatro divisiones: Corporación de Finanzas, Comercio y Mercados, Gestión de Inversiones y Ejecución.

y/o el patrimonio neto fueran inferiores a cien mil dólares). Si por el contrario, sendas cifras fueran superiores a esa cantidad, el límite sería de un diez por ciento de la retribución anual o del patrimonio neto del inversor con un máximo de cien mil dólares por inversor y año. Además, Mata (2014) explica que hay un límite a la emisión de un millón de dólares, de forma que un promotor no puede sobrepasar dicha cifra en un año.

De igual forma, se requiere la intervención de un intermediario financiero o de una plataforma inscrita en la SEC.

Reino Unido

En este país, el organismo que regula el mercado de valores es la FCA o *Financial Conduct Authority*. De este modo, se impone la obligación, al igual que en el caso estadounidense, de inscribir las plataformas de financiación colectiva en el organismo referido. Sin embargo, como explica Álvarez (2014a), la legislación inglesa distingue entre inversores de alta retribución (*high net worth investor*), sofisticados (*certified or self-certified as a sophisticated investor*) y los minoristas.

Los primeros son los que tienen una renta anual superior a cien mil libras o un patrimonio de inversión de más de 250.000 libras. Los segundos por su parte, son los que están certificados por la FCA o una entidad autorizada por este organismo; por ser clientes que tengan experiencia suficiente para conocer los riesgos asociados a la inversión y que hayan aceptado la suscripción del certificado. A su vez, los que se hubiesen autclasificado como sofisticados o hubiesen aceptado la suscripción del certificado y cumpliesen uno de los siguientes requisitos, también pertenecerían a esta categoría:

- ser miembro de un conjunto de *business angels* en los seis meses anteriores,
- haber invertido al menos una vez en una sociedad no cotizada en los dos últimos años,

- haber trabajado en los dos últimos años en el sector del *private equity* o asesoramiento financiero en pequeñas y medianas empresas,
- haber sido consejero en los dos últimos años, de una sociedad con facturación anual de al menos un millón de libras.

En el tercer grupo, hay dos tipos de inversores; los asesorados (*advised investor*) que invierten gracias a un asesor financiero que evaluará el nivel de riesgo del inversor; y por otro lado, los inversores sujetos a restricciones (*restricted investor*) tienen que declarar no invertir más de un diez por ciento de su patrimonio.

Italia

La normativa italiana tiene como organismo regulador, la CONSOB, es decir, *Commissione Nazionale per la Società e la Borsa*. Según Álvarez (2014a), la regulación de este país es muy similar a la británica en tanto que regula de una manera especial la financiación del *crowdfunding*. Concretamente, se exige la inscripción de las plataformas de financiación colectiva en un registro concreto del CONSOB y obligación de información relativa a medidas antifraude, criterios de selección de proyectos empresariales, entre otras especialidades. Igualmente, otra peculiaridad consiste en el derecho de rescisión que se le otorga al inversor dentro de los siete días siguientes a la aceptación de la oferta. De igual forma se exige la intervención de un banco o empresa de inversión siempre que se supere el límite de mil euros anuales y diez mil euros anuales en personas físicas y jurídicas respectivamente.

En cuanto a las del proyecto empresarial, se establece el importe límite de financiación en cinco millones de euros, un cinco por ciento de la inversión tiene que ser realizada por un inversor profesional y la contraprestación de la aportación tiene que consistir en la adquisición de acciones o participaciones del promotor. En este último aspecto, conviene tener en cuenta que los clientes que realizan las aportaciones son particulares que se convertirían tan la adquisición de las acciones, en minoritarios en la mayoría de los casos. Por eso, comparto la obligación que según Álvarez (2014a),

impone la ley italiana; que los estatutos del promotor incluyan el derecho de acompañamiento (*tag along right* en terminología anglosajona). La razón de lo anterior consiste en que en situaciones de cambio de control, cuando vendan los mayoritarios sus participaciones en la sociedad de que se trate, los minoritarios- que serán la mayoría de los inversores que hayan concurrido en la financiación colectiva- tendrán derecho a vender las suyas a los mayoritarios cuando no estén de acuerdo con el cambio de control.

Con todo ello, lo más característico de la normativa italiana son las limitaciones que se imponen a la financiación de las *startup* innovadoras, aspecto criticado por Álvarez en su artículo.

Francia

La normativa francesa establece un estatuto jurídico especial para las plataformas de financiación participativa. Además en cuanto a la protección del inversor, la oferta sólo puede ir dirigida a inversores cualificados o, como opina Álvarez (2014a), a un círculo restringido de inversores, que cuenten con la experiencia y conocimiento suficiente del mercado y su nivel de riesgo. También, se exige el previo registro del inversor en la plataforma.

4.2. Propuesta de normativa española

a. Cuestiones preliminares

En nuestro país, el Consejo de Ministros propuso lo que por aquel entonces se denominaba Anteproyecto de Fomento de la Financiación Empresarial, que posteriormente aprobó el Congreso de los Diputados y se encuentra, a fecha de hoy, en el Senado para su tramitación final.

Tal y como se expone en el comienzo del texto legal, esta nueva regulación aparece en un momento en el que gracias a las nuevas tecnologías, se ha avanzado en el proceso de desintermediación financiera gracias al mecanismo de las plataformas de financiación participativa. De esta forma, se pasa a regular las modalidades del *crowdfunding* en las que prime el componente financiero, esto es, en las que el particular espera percibir una remuneración dineraria por su aportación (*debt* y *equity crowdfunding*), dejando a un lado las otras dos modalidades ya explicadas (*donation* y *reward crowdfunding*). El fundamento de esta exclusión normativa es clara, ya que las dos operaciones de carácter más financiero, implican un mayor riesgo para los inversores (Álvarez, 2014a). Esto está justificado en la medida en que la percepción de unos intereses por el inversor aportante, está supeditado a la solvencia del promotor e, inevitablemente, a la situación económica del mismo. De igual forma, si la percepción consiste en la suscripción de acciones o adquisición de participaciones, el riesgo de perder la inversión es alto porque depende del éxito de la empresa a medio y largo plazo. Adicionalmente, ambas modalidades se agravan desde el momento en que la plataforma, como intermediador financiero, no puede garantizar la solvencia del promotor.

De este modo, para hacernos una idea de la situación del otro tipo de modalidades (*all or nothing* y *keep it all*) en España, en el siguiente cuadro se expone el censo a junio de 2013²⁸:

Censo a junio 2013	<i>Keep it all</i>		<i>All or nothing</i>		Sin definir		Total
Empresas-Startups	3	13%	14	61%	6	26%	23
Solidarias	12	63%	5	26%	2	11%	19
Artístico-creativo-culturales	3	17%	15	83%	0	05	18
Generalistas	3	19%	11	69%	2	13%	16
Científicas	2	50%	2	50%	0	0%	4
Otras categorías	2	25%	6	75%	0	0%	8
Total plataformas	25	28%	53	60%	10	11%	88

Tabla 6

Fuente: Elaboración propia gracias a Mata (2014)

²⁸ Elaboración propia gracias a Mata Monforte, J. (2014): “Las campañas de crowdfunding. su eficacia en proyectos lucrativos y causas sociales”, Universidad Ramón LLull, pág. 144.

En definitiva, según Álvarez (2014b), el Proyecto de Ley está pensado para clarificar la regulación aplicable para flexibilizar los requisitos de las ofertas públicas y la definición de captación de fondos para conseguir la inaplicación de los requisitos de la Ley del Mercado de Valores a las plataformas de financiación colectivas. Además, como vengo reiterando a lo largo de este trabajo, se pretende reforzar la protección del inversor, estableciendo unos límites a la cantidad a aportar; por inversor minorista o no acreditado, por proyecto, por plataforma y por año, a la vez que se establecen obligaciones de información que acrediten una decisión de invertir, razonada y racional. Paralelamente, se quiere minimizar el riesgo al que se enfrentan los promotores frente a las plataformas, estableciendo unos requisitos, para estas últimas, de autorización y registro ante la CNMV con el fin de asegurar la neutralidad de la mismas en relación con los inversores y promotores. En esta misma línea, se les prohíbe determinadas funciones de asesoramiento financiero, por su similitud a las empresas de servicios de inversión y a las entidades de crédito; aspecto que como hemos visto, diverge en las distintas jurisdicciones, tal y como expuse al hablar del papel de las plataformas.

En cuanto a la normativa del mercado de valores, se sabe que cuando el importe de la inversión supera los cinco millones de euros, se impone la necesidad de presentar folleto, sin perjuicio de la exención de dicha presentación que propone el tenor del artículo 30 bis LMV. Por tanto, como posteriormente veremos, al ser el importe límite de financiación por proyecto menor a los cinco millones, se podrá realizar la financiación en masa a través de la *web* sin necesidad de folleto, pero al mismo tiempo, el último párrafo del artículo mencionado, establece la intervención de una entidad autorizada para prestar servicios de inversión cuando exista cualquier forma de comunicación publicitaria. Como la financiación a través de las plataformas participativas se puede entender como información publicitaria, el Proyecto de Ley clarifica este aspecto, apuntando la no aplicación de la intervención de la entidad referida, cuando las plataformas estén autorizadas por el órgano competente. Esta aclaración de la norma se debe a que si las plataformas se someten a supervisión y registro en la CNMV y se establecen medidas de protección de los inversores, no parece que sea necesaria la intervención de otra entidad regulada para controlar la inversión (Álvarez, 2014b).

b. Régimen de las plataformas de financiación participativa

No tendrán la consideración de plataformas de financiación participativa cuando sean empresas que intermedien en la captación de fondos provenientes de donaciones, venta de bienes y servicios y préstamos sin interés. Naturalmente, en cuanto al ámbito de aplicación territorial, se establece que se registrarán por el presente Proyecto de Ley, las plataformas que realicen su actividad en el territorio español, por lo que la importancia, para la aplicación de esta normativa, radica en el lugar de actividad de la plataforma referida.

Conforme al artículo 48, se propone la reserva de actividad de las plataformas participativas, en virtud de la cual, aquellas que se hayan inscrito- tras la autorización oportuna- en el registro de la CNMV, tendrán reservada la actividad descrita a lo largo de este trabajo, de forma que serán las únicas que puedan intermediar y promover este tipo de financiación en masa.

Por su parte, el artículo 49 es el que explica, de modo breve y eficaz, los puntos básicos del *crowdfunding*, porque expone la necesidad de:

- a) que esté dirigida a una pluralidad de personas,
- b) que se realice por promotores en nombre propio,
- c) que se destine lo obtenido al proyecto concreto de que se trate, sin que evidentemente pueda consistir en un préstamo, suscripción o adquisición de títulos financieros admitidos en mercado regulado o sistema multilateral de negociación (acciones, participaciones, obligaciones...) o incluso acciones o participaciones de entidades de inversión colectiva y sus gestoras, de capital riesgo; entre otras.
- d) Que la financiación se instrumente, en definitiva, a través de las modalidades de *crowdinvesting* y *crowdlending*.

En cuanto a las dos funciones principales de estas plataformas, siguiendo lo dispuesto por el artículo 51.1 del Proyecto de Ley, son “la recepción, selección y publicación de proyectos de financiación participativa y el desarrollo, establecimiento y explotación de canales de comunicación para facilitar la contratación de la financiación entre inversores y promotores”. Además, la futura ley enumera una serie de prohibiciones a respetar por estos intermediarios, entre las que destaco las actividades reservadas a entidades de pago, gestionar las inversiones objeto de la operación, recomendar a los inversores sobre los proyectos concretos, conceder préstamos tanto a los inversores como a los promotores y garantizar a los últimos la financiación.

En lo que concierne a los requisitos societarios y procedimentales que deben cumplir las plataformas para operar en este mercado, me remito a lo dispuesto en los artículos 55 y siguientes, que no serán objeto de análisis por cuanto entiendo que exceden del alcance de este trabajo.

Ahora bien, todas las funciones descritas deben llevarse a cabo conforme a los valores de “neutralidad, diligencia y transparencia, con arreglo al mejor interés de sus clientes”, entendiéndolo por éstos tanto a los promotores como a los inversores, tal y como propone el artículo 60 del referido Proyecto. De este modo, si la importancia de esta operación se localiza en la protección del inversor, es lógico que las plataformas de financiación participativa tengan que ser diligentes en su actividad, con arreglo al mejor interés de los particulares concurrentes en la financiación y, de manera análoga, que se les informe acerca de determinados aspectos, razón por la cual se refiere el legislador al principio de transparencia. En efecto, como ya he comentado anteriormente, las plataformas tienen una obligación de información general, para evitar, en la medida de lo posible, que los inversores aporten dinero a proyectos que sean ineficientes o que supongan, en el futuro, una inversión insegura. De todas formas, esto es un proceso, particularmente elaborado y complejo, porque las plataformas tienen criterios de selección de proyectos empresariales y cuentan con administradores de reconocida honorabilidad y experiencia en el ejercicio de sus funciones, razones por las cuales, es complicado, en mi opinión, que los inversores no acreditados o minoristas, resulten perjudicados en este tipo de operación, si a ello le sumamos, la obligación de información referida. Dicho esto, el artículo 61 del Proyecto de Ley propone una lista

de elementos que deben constar en la página web, entre los que resalto, el funcionamiento básico de la plataforma, el riesgo de la inversión de no obtener el rendimiento o contraprestación pactada, la advertencia de que los proyectos no son objeto de autorización ni de supervisión por la CNMV ni por el Banco de España, información acerca de los medios por los que se hará llegar los fondos a los promotores, los medios para evitar el riesgo o fraude de la operación y medidas para evitar conflictos de interés (de hecho, tienen que evitarlos los administradores y socios de la plataforma en virtud del artículo 62), entre otros.

Por lo tanto, en suma, lo más importante de estas plataformas de financiación participativa es la transparencia operativa y financiera, los procesos operativos, la protección y seguridad de los usuarios, solidez del sistema de pagos y el buen funcionamiento de la plataforma (Mata, 2014).

c. Régimen de los promotores y los proyectos

Como ya he reiterado a lo largo del presente trabajo, la plataforma debe evaluar con diligencia la admisión de proyectos y la identidad del promotor, que debe estar constituido válidamente en España o en otro Estado Miembro de la Unión Europea (si se trata de personas jurídicas), y tener la residencia fiscal en España o en otro Estado Miembro (si se trata de personas físicas); tal y como disponen los artículos 66 y 67 del Proyecto de Ley referido.

Adicionalmente, los promotores no podrán publicar más de un proyecto en la misma plataforma de manera simultánea, al igual que tampoco podrán recaudar más de dos millones de euros por proyecto a través de cada una de las plataformas participativas. Sin embargo, dichos *founders* podrán realizar sucesivas rondas de financiación siempre que no superen el citado límite en el cómputo anual, tal y como reza el artículo 68. Lo relevante de las aportaciones es que se tienen que realizar en un periodo de plazo, transcurrido el cual, se procederá a la devolución de las cantidades entregadas por los *funders*.

En cuanto a la relación entre los promotores y los inversores, se conoce que los primeros deberán realizar una descripción del proyecto de forma que un inversor medio la entienda y pueda tomar la decisión de invertir o no. Además, la plataforma habilitará un canal de comunicación para que la información del proyecto y posibles variaciones, lleguen a los particulares. Por tanto, la plataforma será responsable cuando no cumpla con los principios de neutralidad, diligencia, transparencia y beneficio del cliente (por ejemplo, si no publica la información requerida legalmente u oculta aspectos de los proyectos), mientras que los promotores responderán de la información que proporcionen a la plataforma.

d. Régimen del inversor: protección

En este pequeño apartado, sintetizo lo que expone el texto legal en materia de protección del inversor, sin perjuicio de todo lo que he ido explicando a lo largo de este trabajo.

El artículo 81 distingue entre inversores acreditados y no acreditados para establecer limitaciones a la cantidad aportada por inversor. En su tenor, dispone:

1. Los inversores podrán ser acreditados o no acreditados.

2. En el caso de proyectos instrumentados a través de préstamos o participaciones tendrán la consideración de inversor acreditado:

a) Las personas físicas y jurídicas a las que se refieren los párrafos a), b) y d) del artículo 78 bis.3 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

b) Los empresarios que individualmente reúnan, al menos, dos de las siguientes condiciones:

1.º que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 1 millón de euros,

2.º que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 2 millones de euros, 3.º que sus recursos propios sean iguales o superiores a 300.000 euros.

c) Las personas físicas que cumplan con las siguientes condiciones:

1.º Acreditar unos ingresos anuales superiores a 50.000 euros o bien un patrimonio financiero superior a 100.000 euros, y,

2.º Solicitar ser considerados como inversores acreditados con carácter previo, y renunciar de forma expresa a su tratamiento como cliente no acreditado.

La admisión de la solicitud y renuncia deberá realizarse conforme lo dispuesto en el artículo 84 y quedará condicionada a que la plataforma de financiación participativa efectúe la adecuada evaluación de la experiencia y conocimientos del cliente, en relación con las operaciones de financiación para las que solicita ser calificado como inversor acreditado, y se asegure de que puede tomar sus propias decisiones de inversión y comprende sus riesgos.

d) Las pequeñas y medianas empresas y personas jurídicas no mencionadas en los apartados anteriores cuando cumplan lo dispuesto en el párrafo 2.º del apartado anterior.

3. En el caso de proyectos a los que se refiere el artículo 50.1.a), también tendrán la consideración de inversor acreditado además de las personas anteriormente citadas, las personas físicas o jurídicas que acrediten la contratación del servicio de asesoramiento financiero sobre los instrumentos de financiación de la plataforma por parte de una empresa autorizada.

4. Todo inversor que no cumpla con lo dispuesto en los apartados 2 y 3 de este artículo tendrá la consideración de no acreditado.

5. Los inversores acreditados según las letras c) y d) del apartado 2 de este artículo que no proporcionen financiación a un proyecto de la plataforma de financiación participativa en el plazo de doce meses, perderán la condición de acreditados, si bien podrán recuperarla cuando cumplan con los requisitos establecidos en las referidas letras. Igualmente, perderán la consideración de acreditados cuando lo soliciten por escrito.

En cuanto a los límites a la inversión, las plataformas serán responsables si un inversor no acreditado aporta una cantidad superior a tres mil euros por proyecto, o más de diez mil euros en la misma plataforma en un año. Por tanto, vemos que un inversor puede invertir en varios proyectos publicados en una misma plataforma; proyectos que corresponderán- como ya se ha explicado- a promotores distintos, no pudiendo superar la cantidad expuesta por proyecto, ni por año en la misma plataforma.

Paralelamente, se deben poner a disposición del inversor, las siguientes circunstancias:

- El proyecto no es objeto de autorización ni supervisión por la CNMV ni el Banco de España.
- En caso de emisión de valores, tampoco se somete a la autorización y supervisión anterior.
- La existencia del riesgo de pérdida total y parcial de lo invertido, de no obtener en rendimiento pactado y riesgo de iliquidez para recuperar la inversión.
- El capital invertido no está garantizado
- Cualquier otra disposición que especifique la CNMV

5. PROBLEMÁTICA DEL CROWDFUNDING

Ante la disparidad de regulaciones entre países y la ausencia de regulación de la materia, se han planteado en la práctica diversos problemas que han intentado resolverse con interpretaciones doctrinales.

En primer lugar, si nos atenemos al Proyecto que según parece, tendrá rango legal próximamente, el inversor tendrá la consideración de consumidor (artículo 85 y 86), por lo que se nos suscita la duda del funcionamiento del derecho de desistimiento en esta operación (Álvarez, 2014a). Dicho esto, en la normativa de consumidores y usuarios viene establecido que tendrán catorce días desde la celebración del contrato, para retrotraer su decisión. Ahora bien, ¿hasta que punto se aplica a la financiación en masa este derecho?

La respuesta no es clara, ya que la normativa no lo regula expresamente. Por tanto, en caso de que se pueda aplicar este derecho al objeto de este trabajo, ¿desde que momento comienza el cómputo de los catorce días?. En igual sentido que Álvarez (2014a), se puede decir que desde que el inversor realiza la aportación o desde el momento que se cierra la financiación. Hemos de recordar que la operación se cierra cuando se obtiene el importe requerido dentro del plazo publicado en la plataforma, de forma que si no se consigue la citada cifra en dicho plazo, se procede a la devolución de las aportaciones a cada inversor (como dice Mata (2014), *all or nothing*, es decir, o se consigue el cien por cien de la financiación o se devuelven las cantidades). Ciertamente es que tiene sentido que el derecho referido comience a contar desde que toma fuerza el contrato y se hace vinculante para las partes (cierre de la financiación), pero si así fuera, si un inversor decidiera desistir una vez alcanzada la cantidad requerida por el promotor, habría un riesgo de que ese volumen de recursos disminuyera por debajo del importe de financiación publicado en la plataforma, por lo que- siguiendo la modalidad *all or nothing*- se tendría que proceder a devolver las cantidades a los correspondientes inversores y el promotor no lograría financiarse a través del *crowdfunding*, resultado quizás menos justo para el *founder*. En igual sentido, Mata (2014) entiende que se pueden retirar las aportaciones cuando no se haya llegado a la cantidad requerida (propio de la modalidad *keep it all*), de forma que, a *sensu contrario*, si se llega a dicha

cantidad no se podrán retirar las cantidades (propio de *all or nothing*). Sin embargo, como indica el mismo autor en su tesis, las plataformas en ocasiones pueden requerir que se haya llegado a un porcentaje fijo de financiación para que puedan los inversores retirar, a *motu* propio, sus aportaciones. Por otra parte, si entendemos que el cómputo del plazo comienza desde que se realiza la aportación, no se estaría otorgando al inversor el mismo derecho que se concede en la normativa de contratos con consumidores y usuarios, porque el contrato no se habría perfeccionado. No obstante, quizás sea la opción más eficaz y coherente, pero como he dicho, no existe una solución integradora.

En segundo lugar, se ha planteado por autores como el tan mencionado Álvarez (2014a), que el régimen de transmisión de acciones y participaciones puede cambiar. Tradicionalmente, los accionistas de las sociedades anónimas han tenido legalmente más libertad para transmitir acciones, mientras que los socios de las sociedades de responsabilidad limitada no. En consecuencia, si con una operación de *crowdinvesting*, los inversores pasan a ostentar una participación en las entidades promotoras, se puede modificar dicho régimen de transmisión para los que adquieren la condición de socio/accionista, de forma que se les garantice una mayor libertad para transmitir o no, ya que no tienen la misma relevancia que los fundadores de la entidad de que se trate (Álvarez, 2014a).

En tercer lugar, otro problema con el que se pueden encontrar los promotores que opten por *equity crowdfunding*, es que si llevan a cabo diversas rondas de financiación pueden ver diluidas- tanto ellos como los propios inversores anteriores- sus participaciones en la propia entidad. De este modo, se plantea según Álvarez (2014a), la posibilidad de ofrecer acciones o participaciones sin voto y el mecanismo de las mayorías cualificadas. Con referencia a la primera herramienta, los promotores conseguirían seguir manteniendo el poder de gestión de la sociedad y los inversores- al tener generalmente un interés puramente económico- recibirían a cambio mayores cantidades dinerarias. El único inconveniente consiste en que al tratarse normalmente de proyectos empresariales por los que se constituye o se crea una empresa, habría una probabilidad alta de que no se pudiera pagar esos importes adicionales a los inversores aportante, por estar la compañía en sus fases iniciales de desarrollo (Álvarez, 2014b).

Por último, las mayorías cualificadas son una opción del promotor/mayoritario de dificultar al inversor/minoritario la toma de decisiones en la entidad. En definitiva, se trata de tomar medidas antidilutorias, como el derecho de suscripción preferente previsto en nuestra Ley de Sociedades de Capital. El razonamiento de este derecho consiste en que cuando se realiza una ampliación de capital, si los nuevos accionistas suscribieran las nuevas acciones, se estarían beneficiando de unas reservas que han sido constituidas gracias a los antiguos accionistas, de forma que el beneficio de estos últimos se estaría diluyendo con la entrada de los nuevos socios. De este modo, se establece el derecho de suscripción preferente a favor de los accionistas antiguos, de manera que sean éstos los que puedan suscribir en primer lugar, en caso de ampliación de capital. Al tratarse de un derecho, puede venderse o incluso eliminarse, en cuyo caso, se establece lo que se conoce como la prima de emisión, es decir, una cantidad que deben pagar los nuevos accionistas con carácter adicional. De esta forma, se puede regular el citado derecho para las operaciones de *crowdfunding*, pero el problema sería que si son los accionistas de la empresa (que se entiende que es madura y no de nueva creación) suscriben en primer lugar, deberán de ser éstos los que realicen las aportaciones, por lo que se estarían solapando las figuras de *crowdfunding* y una financiación interna o ampliación de capital.

En cuarto lugar, está el problema de la venta de la sociedad, lo que se conoce como salida o *exit* (Álvarez, 2014a). Como ya he dicho, los aportantes, si se trata de *crowdinvesting*, se convierten en minoritarios, ya que debido a las limitaciones en la cantidad a aportar y por proyecto, es dudoso que puedan ser mayoritarias en el momento de la inversión. Consecuentemente, si los promotores deciden vender la entidad, ¿qué ocurre con los inversores? Existen dos pactos o derechos, a saber, el de acompañamiento (*tag along*) y el de arrastre (*drag along*). El primero consiste en que si los socios mayoritarios (los que ostentan más de un cincuenta por ciento en sociedades de responsabilidad limitada o de un treinta por ciento en sociedades anónimas) deciden vender sus participaciones, los minoritarios- ante su disconformidad con el cambio de control de la sociedad- pueden unirse a vender sus participaciones en proporción a las que pretenden vender los primeros y en las mismas condiciones. Como el tercero puede no querer adquirir semejante volumen de acciones, si los minoritarios no consiguen vender la parte que les corresponde, o bien se obliga a los mayoritarios a que les

comprende sus participaciones minoritarias en la sociedad o se desiste de la enajenación. Por el contrario, el segundo derecho consiste en que si se da el mismo supuesto de hecho de la venta por los mayoritarios de sus participaciones, entonces los minoritarios no estarán facultados sino obligados a vender sus porcentajes a los mayoritarios, si así lo exigen estos últimos.

En quinto lugar, nada se sabe de la resolución de conflictos en la sociedad de información, de forma que se plantean el arbitraje y los códigos de conducta, como medios para resolverlos (Gracia, 2014). Estos códigos son un conjunto de reglas deontológicas que son impuestas voluntariamente para orientar las actuaciones hacia la buena práctica profesional y evitar conflictos entre los agentes. Paralelamente, existe el sistema de *Dispute Board Rules* y el *Alternative Dispute Resolution*.

Por otra parte, autores como X.net y Caparrós (2012) apuntan otras limitaciones de una campaña de *crowdfunding* como por ejemplo: inseguridad jurídica por la falta de consistencia de un marco normativo, tamaño reducido de las comunidades porque al ser a través de internet las personas de avanzada edad pueden tener más problemas para acceder a esta fuente y también se puede confundir a los particulares porque no se trata de una financiación sin coste, ya que, como apuntan los autores referidos, existen gastos, comisiones, contraprestaciones... Igualmente, a todos estos puntos conviene añadir las diferencias culturales entre países porque las motivaciones, principios éticos, costumbres y hábitos de cada zona geográfica son distintos y, en consecuencia, las limitaciones variarán, por ejemplo puede haber países que se encuentren aislados, o que sean contrarios al uso de internet (Ortiz, 2012).

Por su parte, Valanciene y Jegeleviciute (2013) recopilaron las ventajas e inconvenientes del *crowdfunding* en el siguiente cuadro²⁹:

²⁹Elaboración propia gracias a Valanciene, L. y Jegeleviciute, S. (2013): "Valuation of Crowdfunding: benefits and drawbacks. Economics and management", pág. 45.

	<i>Helpful to achieving the objective</i>	<i>Harmful to achieving the objective</i>
<i>Internal origin (attributes of crowdfunding)</i>	STRENGTHS	WEAKNESSES
	Los emprendedores toman sus propias decisiones empresariales	Retos administrativos y contables
	Accesibilidad al capital	Basado sólo en internet, falta de orientación
	Oportunidad de examinar el mercado	Facilidad de plagio de ideas y modelos de negocio propios presentados
	Beneficios específicos para sectores concretos, gracias a los medios globales y locales	Poca protección para el inversor e incremento de la posibilidad de fraude.
<i>External origin (attributes of the environment)</i>	OPPORTUNITIES	THREATS
	Existencia de información relativa a la sociedad	La normativa legal no es la apropiada para el <i>equity crowdfunding</i>
	Efectos positivos en la economía	Carácter arriesgado de las pequeñas empresas
	Oportunidad de inversión y financiación.	

Tabla 7

Fuente: Elaboración propia gracias a Valanciene y Jegeleviciute (2013)

Finalmente, cabe referirse a las posibles necesidades de modelo de financiación, para lograr un despegue definitivo en el mercado, en la medida en que según datos obtenidos de un estudio de la Asociación Española de Crowdfunding, el 51,75 por cien de los inversores que participan en plataformas de financiación repiten en la misma plataforma para colaborar en otros proyectos. Evidentemente, no existe una lista tasada de las mejoras que se pueden producir en el *crowdfunding* por la escasa experiencia, pero, hasta el momento, se pueden indicar algunos aspectos que son relevantes para los particulares, en el siguiente gráfico³⁰.

³⁰ Elaboración propia gracias al Informe de la encuesta de la Asociación Española de Crowdfunding sobre las plataformas españolas de crowdfunding, junio 2014

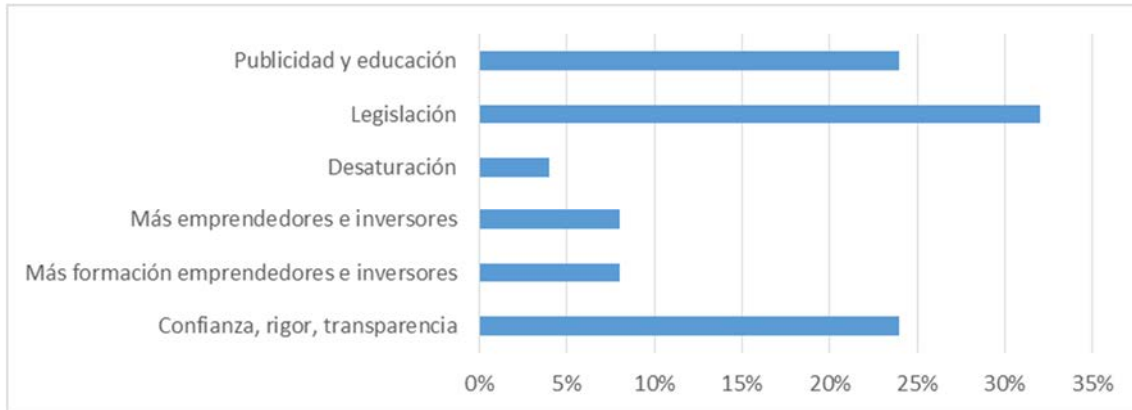


Figura 9

Fuente: Elaboración propia gracias al Informe de la encuesta de la Asociación Española de Crowdfunding sobre las plataformas españolas de crowdfunding (2014)

Por tanto, se destaca, como se viene proponiendo a lo largo de este trabajo, la legislación de cada país, la confianza y transparencia del proyecto a través de *web* y la comunicación y publicidad de la campaña, como puntos clave a la hora de decidir invertir en una campaña y, por ende, susceptibles de ser mejorados. Las razones son coherentes con la práctica empresarial, porque una normativa puede limitar el desarrollo y éxito de este tipo de operaciones, por ejemplo, poniendo obstáculos y dotando una rigidez en la aplicación de este tipo de financiación alternativa. En igual sentido, los proyectos emprendedores de crowdfunding están limitados por la geografía y la regulación de cada país (Chen, Gompers y otros, 2009 y Owen-Smith y Powell, 2004; entre otros), por lo que es susceptible de mejora en un futuro, junto con el *social network* o interacción social que es un punto esencial en todos los casos de estudio realizados (Agrawal, Catalini y otros, 2010). Además, la seguridad financiera es el principio por el que se guían los inversores, sobretodo en estos tiempos de mayor recesión económica., por lo que mejorar la calidad de la comunicación, transparencia y publicidad, dotará de racionalidad a las decisiones de inversión. Sin embargo, lo más importante según Mollick (2013), es que los promotores continúen cumpliendo sus promesas en cuanto a tiempo, proyecto y contraprestación.

6. CONCLUSIONES

El propósito de este trabajo ha sido el analizar esta herramienta de financiación, su establecimiento en el mercado y sus posibles vías de desarrollo. Para ello, ha sido imprescindible seguir la estructura planteada en este trabajo, con el fin de lograr un análisis del estado de la cuestión en los mercados de financiación.

Hoy en día, una empresa o un emprendedor puede captar recursos por tres vías principalmente. En primer lugar puede financiarse internamente, con ampliaciones de capitales y la consecuente aportación de los accionistas o socios de la entidad. En segundo lugar, acudir al mercado de crédito y a la financiación bancaria, opción muy dañada durante la crisis y a la que no tenían fácil acceso los que iniciaban un negocio. En tercer y último lugar, captar fondos del mercado de capitales con emisiones de deuda (obligaciones, bonos, instrumentos híbridos, entre otros), aspecto reformado de igual forma en el Proyecto de Ley de Fomento de Financiación Empresarial. La *ratio legis* de la reforma es por tanto flexibilizar el proceso de emisión por parte de entidades españolas, para evitar que cuando éstas pretendan emitir en mercado internacionales, tengan que acudir a vehículos extranjeros y a movimientos elusorios para evadir retenciones fiscales. En este mismo sentido, se regula el *crowdfunding* que entraría a formar parte, según todo lo expuesto en el presente trabajo, de una categoría independiente. En definitiva, la particularidad de este fenómeno se concreta en la captación masiva de fondos gracias al desarrollo de la sociedad de la información y de las redes sociales. La tecnología en el mundo está ocupando un espacio vital en nuestro día a día e incluso forma parte de la mayoría de transacciones o negocios que se realizan. Ante este avance, surge la desconfianza de estas redes informáticas y de su poder empresarial, por lo que la protección del inversor se convierte en el núcleo principal de la operación.

En igual medida, como se ha venido reflejando, son importantes todo tipo de inversores, desde los que tienen menos capital y experiencia en el mercado (minoritarios o no acreditados)- sin cuya participación no tendría sentido el Proyecto referido, ni se desarrollarían los proyectos empresariales que se someten a este método de financiación- hasta los que ostentan una posición consolidada en el mercado

(cualificados, institucionales o acreditados). Esto es una cuestión destacable del *crowdfunding*, porque gracias a la relación triangular de los agentes, cada uno es imprescindible para la consecución del proyecto. A pesar de todo, estamos en un marco de captación de fondos a través de internet y, en definitiva, no deja de implicar la venta de un producto a una masa de gente, de forma que el promotor tiene que encontrar el momento, lugar adecuado y saber cómo transmitirlo.

Igualmente, se trata de una operación singular con ámbito general, en la medida en que ahonda no sólo en el aspecto financiero, sino también en el campo de investigación de mercados y el marketing, gracias al fácil acceso a internet. El *crowdfunding* es de gran utilidad para probar ideas empresariales, comunicar, difundir y vender un producto, sin requerir grandes inversiones iniciales, ni formas de pago o recepción de fondos extremadamente complejas. Asimismo, la delimitación de la responsabilidad que propone el legislador, armoniza, el libre funcionamiento de la oferta y la demanda en la propia operación. Además, al estar delimitadas las funciones y alcances de cada uno de los agentes, se minimiza el riesgo de resultados infructuosos y se potencia, a la vez, la cooperación social, el emprendimiento y el crecimiento de la economía.

Por otra parte, aprecio- dada la situación actual- la insistencia del legislador en fomentar el principio de transparencia y diligencia. Considero que la protección de los particulares está íntimamente ligada al principio referido y a la obligación de dar información acerca del proyecto empresarial de que se trate y de los riesgos que se corre a la hora de realizar la aportación. No obstante, el objeto de este trabajo tiene unas limitaciones de las que tiene que ser consciente el lector. La ausencia de regulación y en consecuencia, el retraso de la puesta en marcha de este medio en determinadas zonas geográficas, es el impedimento más importante, porque en la práctica no se ha acudido a este mecanismo en exceso y por ello, los datos no son seguros ni sólidos. De hecho, conviene hacer un examen exigente de los proyectos planteados hasta el momento, para ver las debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades que presenta el *crowdfunding* en España (análisis DAFO). En este sentido, habrá que continuar potenciando la transparencia, el aviso del riesgo de invertir a través del *crowdfunding* (empresas innovadoras y de reciente creación) y asesorar a todos los agentes en materias estratégicas y mercantiles.

El corto recorrido del *crowdfunding* justifica que no se sepa a ciencia cierta la eficiencia del mecanismo y la eficacia de los proyectos que se financian, lo cual supone otra limitación de este trabajo. Evidentemente, existirán éxitos y fracasos en las inversiones participativas, pero conforme avancen las nuevas tecnologías, se irán mejorando los defectos de la financiación en masa y se esclarecerá la excelencia o deficiencia de los proyectos empresariales. En definitiva, como decía Carrasco (2014), “los mecanismos de financiación privada descentralizada nacen entre esperanzas y riesgos” Sin embargo, considero que estamos ante una evolución empresarial y social, propia del mundo tecnológico y virtual, que puede alcanzar niveles importantes de recursos y potenciará la economía mundial a muy largo plazo, porque supone un respiro al sistema de financiación mundial.

Por otra parte, el objeto de este trabajo tiene futuras líneas de investigación, dada la evolución que se ha ido mostrando a lo largo de este trabajo. De este modo, se consolidarán más datos de las plataformas participativas, que mostrarán los importes de financiación, la cantidad aportada por cada inversor, la reincidencia de los mismos en cada tipo de proyecto y plataforma, la eficiencia de la campaña, la zona geográfica, entre otros. Además se investigarán las normas que regulen el *crowdfunding*, de forma que se detecten las imprecisiones y defectos de las mismas. Por todo ello, dejo abiertas nuevas fuentes de investigación que aminoren las limitaciones planteadas en este apartado.

A modo de conclusión y teniendo en cuenta lo expuesto a lo largo del trabajo, cabe destacar la importancia y desarrollo del *crowdfunding* para las empresas innovadoras y el reclamo de una regulación flexible que posibilite la financiación sostenible a nivel global.

BIBLIOGRAFÍA

Agrawal, A., Catalini, C. Y otros (2010): “The geography of crowdfunding”, NET Institute Working Paper núm. 10-08, SSRN Electronic Journal, págs.1-57.

Álvarez, S. (2013): “Financiación para empresas innovadoras: capital riesgo, business angels, crowdfunding”. Diario La Ley. Nº 8033, Sección Tribuna, págs. 1-13.

Álvarez, S. (2014a): “El “equity crowdfunding” o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación”. Cuadernos de Derecho y Comercio, núm.61, págs. 13-58.

Álvarez, S. (2014b): “La propuesta de regulación de la inversión en masa o equity crowdfunding”. Diario La Ley, Nº 8320, Sección Tribuna, págs. 1-11.

Amorós, A. (2013): “Crowdfunding: la consolidación de la financiación colectiva”. Silicon News, págs. 1-2.

Baeck, P., Collins, L. y otros (2012): “How the UK’s businesses, charities, government, and financial system can make the most of crowdfunding”. Crowding In. Nesta, págs. 1-15.

Brabham, D. C. (2008a): “Crowdsourcing as a Model for Problem Solving: An Introduction and Cases.” Convergence: The International Journal of Research into New Media Technologies volumen 14, núm. 1, págs. 75-90.

Brabham, D. C. (2008b): “Moving the Crowd at iStockphoto: The Composition of the Crowd and Motivations for Participation in a Crowdsourcing Application.” Working paper, págs. 1-11.

Borrachero, J. (2014): “Pymes y alternativas de financiación en los mercados españoles”. *Estrategia Financiera*, N°314, Sección Tribuna, págs. 1-5.

Bustillo, A. (2014): “¿Es el ‘crowdfunding’ una buena alternativa de financiación?” *Diario Expansión*, Sección Emprendedores-Empleo, págs. 1-3.

Carrasco, A. (2014): “El ‘crowdfunding’ que viene”. *Actualidad Jurídica Aranzadi* núm 883.

Chen, H., Gompers, P. Y otros (2009): “Buy Local? The Geography of Successful and Unsuccessful Venture Capital Expansion”, *NBER Working Paper, Journal of Urban Economics* 67, núm. 1 págs. 1-41.

Ferrari, M. y Granovetter, M., (2009): “The role of venture capital firms in Silicon Valley's complex innovation network”. *Economy and Society*, volumen 38, núm. 2, págs.1-36.

Gerber, E. M., Hui, J. S. y otros (2012): “Crowdfunding: Why People Are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms”, *Northwestern University*, págs. 1-10.

Gimeno, M. (2014): “Aproximación a la naturaleza jurídica del “crowdfunding””. *Revista de Derecho Mercantil*, N° 291, págs. 451-489.

Gracia, C. (2014): “Presente y futuro del crowdfunding como fuente de financiación de proyectos empresariales”. *Revista Española de Capital Riesgo* N° 1, págs. 3-19.

Gutiérrez-Rubí, A. y Freire, J. (2013): “Manifiesto Crowd: La empresa y la inteligencia de las multitudes”, págs. 1-119.

Heminway, J. y Hoffman, S. (2010): “Proceed at your peril: crowdfunding and the securities act of 1933”. Tennessee Law Review 78, págs. 879–972.

Informe de la encuesta de la Asociación Española de Crowdfunding sobre las plataformas españolas de crowdfunding, junio 2014, recopilado de <http://web.spaincrowdfunding.org/wp-content/uploads/2014/06/INFORME-DE-LA-ENCUESTA-DE-LA-ASOCIACIÓN-ESPAÑOLA-DE-CROWDFUNDING.pdf> el ocho de marzo 2015, págs. 1-15.

Kleemann, F., Gunter, G. Y otros (2008): “Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing.” Science, Technology & Innovation Studies volumen 4, núm. 1, págs. 5-26

Kickstarter Stats: <https://www.kickstarter.com/help/stats> , doce de marzo de 2015.

Kozinets, R. V., Hemetsberger, A. y otros (2008): “The Wisdom of Consumer Crowds: Collective Innovation in the Age of Networked Marketing.” Journal of Macromarketing, volumen 28, núm. 4, págs. 339-354.

Lambert, T. y Schwienbacher, A. (2010): “An Empirical Analysis of Crowdfunding”, págs. 1-23.

Lawton, K. y Marom, D. (2013): “The crowdfunding revolution. How to raise venture capital using social media” (Vol. 1a). San Francisco: McGrawHill, págs. 1-224.

Lee, S.-H., DeWester, D. y otros (2008): “Web 2.0 and Opportunities for Small Businesses” Service Business, volumen 2, núm. 4, págs. 335-345.

Ley del Mercado de Valores: Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Llorca Abad, G. (2010): “El crowdfunding y los nuevos modelos de negocio info-digital”, I Congreso Internacional d Comunicación Audiovisual y Publicidad, págs. 1-20.

Lopez Golán, M. (2014): “Crowdfunding: un modelo alternativo de financiamiento. aproximación á industria cinematográfica a través dunha práctica emerxente. estudos de caso: el cosmonauta e the newest hottest spike lee joint”, Universidad de Santiago de Compostela.

Mata Monforte, J. (2014): “Las campañas de crowdfunding. su eficacia en proyectos lucrativos y causas sociales”, Universidad Ramón LLull, págs. 1-254.

Massolution (2012): “Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms”, Crowdfunding Industry Report, págs. 1-30.

Mollick, E. (2013): “The dynamics of crowdfunding: An exploratory study”, Journal of Business Venturing, Wharton School of the University of Pennsylvania, págs. 1-16.

Ortiz, A. (2012): “Crowdfunding: Kickstarter es la compañía de Internet más importante de los último años”, Error500, págs. 1-4.

Owen-Smith, J. y Powell, W. (2004): “Knowledge networks as channels and conduits: the effects of spillovers in the Boston Biotechnology Community”, Organization Science, págs. 5-21.

Palencia-Lefler Ors, M. (2001): “Fundraising. El arte de captar recursos”. Manual estratégico para organizaciones no lucrativas. Barcelona: Instituto de Filantropía y Desarrollo, págs. 1-451.

Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial.

Roig, A. (2009): “Producción industrial y social en la era ‘cross-media’”, Barcelona, Universitat Oberta de Catalunya, págs. 1-312.

Ríos, A. (2013): “Emprender con éxito: LaCommunity”. Estrategia Financiera, N° 308, págs. 16-19.

Schwienbacher, A. y Larralde, B. (2010): “Crowdfunding of small entrepreneurial ventures”, Handbook of Entrepreneurial Finance, Oxford University Press, págs. 1-23.

Valanciene, L. y Jegeleviciute, S. (2013): “Valuation of Crowdfunding: benefits and drawbacks. Economics and management”, págs. 39-48.

Villalta, F.J., Almazán Martín, J. y otros (2013): “Nuevas formas de financiación: Crowdfunding”, págs. 1-21.

X.net y Caparrós, S. (2012): “Experiencias de Crowdfunding en el Estado español y Cataluña”, págs. 1-36.

Prensa divulgativa:

“El ‘crowdfunding’ logra ampliar sus límites”. Diario Expansión, 2014, págs. 1-3.

“Economía impulsará la financiación de las empresas”. La Opinión de Zamora, 2014, págs. 1-3.

“¿Está en riesgo el crowdfunding?” La Opinión de Zamora, 2014, págs. 1-3.

“Micromecenazgo limitado”. El País, 2014.

“El ‘crowdfunding’ reclama una regulación menos restrictiva”. Cinco Días, 2014, págs. 1-2.