

## CAPÍTULO 6

# Crowdfunding y economía participativa

**Soledad Rodríguez Fernández**

*Vocal Asesora en la Secretaría General del Tesoro  
y Política Financiera de España*

1. Introducción
2. Concepto y modelos de crowdfunding y ámbito del estudio
3. Importancia cuantitativa del crowdfunding en la Unión Europea y en América
4. Razones que justifican el crecimiento del crowdfunding
5. Elementos que determinan la decisión de regular
  - 5.1. Beneficios potenciales del crowdfunding
  - 5.2. Elementos que pueden justificar la intervención regulatoria
  - 5.3. El análisis coste-beneficio de la intervención
6. La regulación del crowdfunding en Europa y América
  - 6.1. La decisión de regular en Europa y América
  - 6.2. La regulación del crowdfunding analizada desde la perspectiva de la gestión del riesgo
    - 6.2.1. Ámbito de aplicación y requisitos de capital
    - 6.2.2. Gestión de los riesgos asociados a la plataforma
    - 6.2.3. Gestión de los riesgos asociados al promotor y al proyecto
    - 6.2.4. Otras medidas
7. Conclusiones



## 1. Introducción

Tal y como se adelantaba en el capítulo anterior, el crowdfunding consiste en la aportación de pequeñas cantidades de dinero por parte de un gran número de individuos a un proyecto determinado mediante el uso de Internet. Se trata de una forma de financiación que surgió con la conocida como web 2.0, que hizo posible que los usuarios de la red no solo tuvieran acceso a la información, sino que pudieran contribuir a la creación de la misma, pasando a tener un papel mucho más activo. Se trata, por tanto, de una actividad de economía participativa.

El tipo de proyectos que se pueden financiar son de muy diversa índole. En su origen, el crowdfunding se orientó a causas benéficas y culturales, como la producción de obras literarias o musicales, pero poco a poco su uso se ha ido extendiendo a la financiación del consumo de particulares o de proyectos empresariales, instigado por la crisis económico-financiera que comenzó en 2008. Los fuertes requisitos de capital impuestos sobre las entidades de crédito para evitar nuevos rescates en el futuro dieron lugar a importantes restricciones en la concesión de crédito, sobre todo a las PYMES para las que la percepción del riesgo es mayor. Por otra parte, el contexto de bajos tipos de interés de inversiones tradicionales ha fomentado que los inversores buscaran nuevas alternativas con una mayor rentabilidad. No sorprende, por tanto, que su crecimiento haya llegado a ser exponencial en algunos países.

El crowdfunding puede estar llamado a tener un papel relevante respecto de las micro, pequeñas y medianas empresas. El acceso de estas empresas a los mercados de capitales puede resultar excesivamente costoso en relación al volumen de fondos que pretenden captar y, además, las asimetrías de información pueden obstaculizar el acudir a las fuentes tradicionales de financiación, especialmente, en el caso de empresas que están en sus fases iniciales de desarrollo o que tienen un preeminente carácter innovador.

El fuerte crecimiento de la financiación participativa y su potencial para la financiación de empresas de menor tamaño ha llamado la atención de los reguladores, que se plantean cómo favorecer el desarrollo de esta industria naciente en la medida en que puede contribuir de manera positiva a la economía y a la sociedad, a la vez que se minimizan los riesgos que esta actividad entraña. Asimismo, la proximidad que tiene esta actividad con otras actividades reguladas en el ámbito de servicios financieros, como el préstamo, el capital riesgo, la inversión colectiva o la prestación de servicios de inversión, hace necesario determinar si nos encontramos ante una variante de una actividad tradicional basada en nuevas tecnologías, o si tiene características que le son propias y que le harían merecedor de un marco regulatorio

específico. La respuesta no ha sido ni mucho menos unánime, ni siquiera en la Unión Europea donde existe un alto grado de armonización de la regulación de los servicios financieros como parte del Mercado Único Interior.

Este capítulo analizará todas estas cuestiones de acuerdo con el siguiente esquema. En primer lugar, analizaremos el concepto de crowdfunding y los distintos modelos bajo los que opera, lo que nos permitirá determinar el ámbito de aplicación del estudio. Podemos adelantar que se centra en aquel que tiene una mayor relación con la financiación de las empresas a través de los mercados de valores, en coherencia con los capítulos anteriores. Presentaremos, en segundo lugar, las principales conclusiones de los estudios publicados que tratan de cuantificar la importancia de la financiación participativa en Iberoamérica, seguido de un resumen sobre las causas que explican su crecimiento. A continuación, nos centraremos en la regulación del crowdfunding, determinando primero en qué se basa la decisión de regular o no esta actividad desde un punto de vista teórico, para después ver cómo se han tomado estas decisiones en la práctica, comparando la regulación en algunos países (España, Portugal, Reino Unido y Estados Unidos). Finalmente, se presentarán algunas conclusiones.

## 2. Concepto y modelos de crowdfunding y ámbito del estudio

Partiendo de la definición<sup>227</sup> mencionada en la introducción de este capítulo, es aconsejable detenerse en la misma para analizar cuáles son los rasgos característicos del crowdfunding. En primer lugar, la participación de una pluralidad de personas permite encuadrar este fenómeno dentro de la economía colaborativa, una tendencia que se ha ido introduciendo en diversos ámbitos. A modo de ejemplo cabe citar Wikipedia dentro del ámbito del conocimiento, o los nuevos mecanismos colaborativos de transporte, que han entrado en competencia directa con el servicio privado de taxi y el transporte público.

En segundo lugar, con carácter general, la financiación se lleva a cabo al margen del sistema bancario tradicional, por lo que estaríamos ante una actividad de financiación alternativa, o de banca en la sombra<sup>228</sup>. No obstante, cabe matizar que en algunas plataformas los bancos tienen un papel relevante, como veremos más adelante, a través de la originación de préstamos que son posteriormente troceados para la participación de una pluralidad de agentes.

---

227. Kirby y Worner (2014). El crowdfunding se puede definir como el uso de pequeñas cantidades de dinero, obtenidas de un gran número de individuos u organizaciones, para financiar un proyecto, un crédito u otras necesidades a través de una plataforma de Internet.

228. Junta de Estabilidad Financiera (2013). *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: An Overview of Policy Recommendations*.

En tercer lugar, la participación en masa de los inversores ha sido posible y se ha visto potenciada gracias al desarrollo de las nuevas tecnologías de la información (web 2.0), en las que los usuarios no solo tienen acceso a la información, sino que pueden participar como sujetos activos en su elaboración. Esto supone una serie de ventajas para los usuarios. Así, las plataformas de crowdfunding tienen un formato muy accesible para los usuarios, emulando en muchas ocasiones el de las redes sociales. Además, el servicio está disponible en todo momento y no presenta apenas barreras de acceso para una generación acostumbrada al entorno de Internet, y el flujo financiero se produce sin necesidad de grandes infraestructuras, por lo que el ahorro de los costes es notable. Este elevado componente tecnológico permite encuadrar esta actividad en lo que se ha denominado *fintech*, un campo que está acaparando un cada vez mayor interés<sup>229</sup>.

Finalmente, en lo que se refiere a los proyectos financiados, encontramos un amplio espectro, desde obras artísticas hasta lanzamiento de productos, pasando por proyectos asociados al consumo o al emprendimiento. Quien solicita la financiación para el proyecto es denominado promotor y puede ser tanto una persona física como jurídica.

Existen dos tipos de crowdfunding<sup>230</sup>, dependiendo de si el objetivo de la participación de aquellos que otorgan financiación está orientado a obtener una rentabilidad financiera u otro tipo de rendimiento. El crowdfunding no financiero fue mayoritario en los orígenes, como ya hemos comentado anteriormente y engloba dos tipos de plataformas. Las primeras son aquellas que recaudan donaciones (*donation-based crowdfunding*). Los financiadores pretenden en este caso apoyar proyectos sin ánimo de lucro de carácter social o cultural. La plataforma permite hacer un seguimiento del nivel de financiación y de desarrollo del proyecto, así como la puesta en contacto de los financiadores, los promotores e incluso los beneficiarios. También se engloban en el crowdfunding no financiero las plataformas que financian proyectos en los que el rendimiento tiene forma de recompensa (*reward-based*), que puede consistir, por ejemplo, en unas entradas para el estreno de la película que se está financiando o en la obtención de un producto, generalmente innovador.

A diferencia del anterior, en el crowdfunding financiero, el financiador obtiene una retribución en forma de tipo de interés o de dividendos. Dentro de este último grupo, los estudios suelen distinguir entre las plataformas de préstamos y bonos (*lending*

---

229. Ver capítulo 5: "Actividades Fintech para PYMES"; de este Estudio.

230. Seguimos aquí la clasificación Kirby y Worner (2014), que es seguida por una parte importante de la literatura.

y *debt-based*) y las que dan una participación en el capital (*equity*), si bien cada vez más se añade una nueva categoría para las plataformas inspiradas en el *factoring*<sup>231</sup>.

El modelo de crowdfunding de préstamos participativos puede variar según si la plataforma actúa como mero mecanismo de puesta en contacto entre el inversor-prestatario y el promotor, o si existe una intermediación por parte de la infraestructura. En este último caso, la plataforma puede captar depósitos de los inversores que luego canaliza hacia los proyectos o ser ella misma la que firma el contrato de préstamo con la empresa que busca financiación para después ofrecer partes del mismo a los inversores potenciales.

Algo similar ocurre con el *debt-based* crowdfunding, donde también existen dos alternativas a la hora de operar. Las que negocian títulos de renta fija, donde quien emite el bono u obligación es la empresa que busca financiación, mientras que en las plataformas de notas existe una participación más intensa de la plataforma, que emite las notas que serán adquiridas por los inversores. En este esquema, muy habitual en Estados Unidos, es común que un banco adelante el principal del préstamo, que se devuelve con las aportaciones de los prestatarios que acuden a la plataforma.

Asimismo, entre las plataformas que se inspiran en el *factoring* financiero encontramos tanto las que ofertan directamente las facturas de empresas para que sean adquiridas por los inversores, como aquellas que conceden una línea de crédito respaldada por facturas.

Finalmente, en el modelo de *equity* crowdfunding la emisión de las participaciones en el capital la lleva a cabo directamente la empresa que busca financiación, como no podría ser de otra manera.

Esta clasificación nos permite enfocar el presente estudio en aquella parte del sector que mayor relación tiene con los mercados de valores, es decir, dentro del crowdfunding financiero, aquel en los que se produce la emisión o intercambio de un valor (*equity* y *debt-based*). Sin embargo, en algunos casos se va a aludir también a las plataformas de préstamos y a las de facturas, al objeto de dar una visión más completa.

---

231. Cuesta *et al.* (2014).

### 3. Importancia cuantitativa del crowdfunding en la Unión Europea y en América

El crowdfunding ha sido definido como una industria naciente con alto potencial de crecimiento<sup>232</sup> porque, aunque todavía no ha alcanzado un tamaño que permita definirlo como sistémico, sus tasas de crecimiento son muy elevadas.

Al tratarse de una actividad no regulada, no existen datos oficiales sobre la importancia del crowdfunding. Encontramos, no obstante, diversos estudios que tratan de cuantificar el volumen recaudado y el número de proyectos, basándose en estimaciones. Las metodologías que subyacen a unos y otros presentan divergencias que se ponen de manifiesto en las cifras que aportan, que están, además, expresadas en diferente moneda según la principal referencia en la región<sup>233</sup>. En consecuencia, los datos deben ser tomados con las debidas cautelas. A pesar de todo esto, se considera útil recoger aquí los principales resultados para tener una idea aproximada del tamaño del sector e identificar las tendencias.

A nivel global, el crowdfunding<sup>234</sup> alcanzó en 2014 un volumen de 16,2 billones<sup>235</sup> de dólares, lo que supone un crecimiento del 167% respecto del año anterior. De esta tendencia, destaca el fuerte crecimiento de esta forma de financiación en Asia, de más de un 320%, alcanzando los 3,4 billones de dólares y superando a Europa, donde el volumen alcanzó los 3,26 billones. Ambas regiones quedan todavía lejos de América del Norte, que supera los 9,46 billones, con un crecimiento anual del 145%.

La Comisión Europea ha publicado un informe<sup>236</sup> que determina que el crowdfunding financiero llegó a recaudar en la Unión Europea 4,1 billones de euros en 2014 sobre un total de 4,2 billones. Se trata todavía de una cantidad modesta, pero de la que cabe esperar una mayor aportación en los próximos años. La actividad está extendida por todo el territorio, pero existen importantes diferencias entre los Estados miembros. Siguiendo la tendencia habitual en el ámbito de los servicios financieros, el más activo en 2013-2014 es el Reino Unido<sup>237</sup>, con una recaudación de 89 millones de euros, seguido de Francia y Alemania con 19 y 18 millones, respectivamente. Existe, además, cierta

232. Kirby y Worner (2014).

233. Se ha preferido no presentar los datos en una única moneda para no desvirtuarlos por los efectos de las fluctuaciones del tipo de cambio.

234. Massolution (2015).

235. Siguiendo la práctica internacional, un billón equivale a mil millones.

236. Comisión Europea (2015b). *Crowdfunding: mapping EU markets and events study*. Trabajo elaborado por Crowdsurfer Ltd. y Ernst & Young LLP.

237. Con fecha 23 de junio de 2015, el Reino Unido celebró el referéndum por el que sus ciudadanos decidieron que debía salir de la Unión Europea. A pesar de ello, a los efectos de este trabajo, se va a considerar como parte de la misma en tanto la salida no ha sido efectiva a la fecha de publicación del Estudio y los datos se refieren a 2015, cuando todavía formaba parte.

actividad transnacional, si bien los datos en este ámbito están muy condicionados por la metodología empleada.

Análogamente, de las 502 plataformas que identifica el estudio como operativas y establecidas en la Unión Europea, 143 tienen como localización dominante Reino Unido, 77 Francia y 65 Alemania. España ocupa el sexto lugar con 33 plataformas, mientras que en Portugal solo existen 2<sup>238</sup>. El crecimiento del sector medido a través de esta variable es notable: en el periodo analizado (2013-2014), se crearon 229 nuevas plataformas.

En lo que se refiere a su actividad, la mayor parte de las plataformas son *reward-based* (30%), seguidas de las de *equity* y las de préstamos con un 23 y un 21%, respectivamente.

En cuanto al tamaño de los proyectos, en *equity* encontramos un tamaño medio de 260.000 euros, siendo el mayor de todos de los proyectos de 6.1 millones. En lo que se refiere a *lending*, el tamaño medio fue de 11.000 euros, con un máximo de 5 millones.

Presentamos a continuación dos tablas que recogen la actividad del crowdfunding de *equity* y de *lending*<sup>239</sup> en los diferentes Estados miembros en 2014:

### **Análisis de la actividad de crowdfunding de equity por país**

<b>País</b>	<b>Plataformas (número)</b>	<b>Proyectos (número)</b>	<b>Cuantía total (miles de euros)</b>	<b>Cuantía media (miles de euros)</b>	<b>Cuantía máxima (miles de euros)</b>
<b>Austria</b>	2	10	1.019	102	194
<b>Bélgica</b>	2	10	1.047	105	426
<b>República Checa</b>	-	1	128	128	128
<b>Alemania</b>	22	34	11.131	327	3.000
<b>Dinamarca</b>	-	2	79	39	72
<b>Estonia</b>	-	1	54	54	54
<b>España</b>	8	7	1.125	161	450
<b>Finlandia</b>	2	17	2.231	131	344
<b>Francia</b>	17	37	13.808	373	3.872

238. En la localización se tiene en cuenta no el lugar de establecimiento de la plataforma, sino el país donde se obtiene la mayor parte de la recaudación por proyecto.

239. Al ser el objeto del estudio la financiación de las PYMES a través de los mercados de capitales, se considera adecuado no solo analizar la financiación a través de recursos propios, sino también a través de bonos. Esta última opción, que hemos clasificado al comienzo del capítulo como *debt-based*, está incluida en el informe de la Comisión en la categoría de *lending*. Por este motivo se presenta la tabla correspondiente al *lending*, que incluye este concepto, así como los préstamos.

País	Plataformas (número)	Proyectos (número)	Cuantía total (miles de euros)	Cuantía media (miles de euros)	Cuantía máxima (miles de euros)
Irlanda	1	1	336	336	336
Italia	8	4	1.308	327	520
Malta	-	1	111	111	111
Países Bajos	9	24	1.592	66	245
Polonia	3	5	80	16	36
Rumanía	1	-	-	ND	-
Suecia	4	12	2.050	171	777
Reino Unido	35	237	68.704	290	6.047
UE28	114	403	104.802	260	6.047

Fuente: Project database, Crowdsurfer Ltd.

### Análisis de la actividad de crowdfunding de lending por país

País	Plataformas (número)	Proyectos (número)	Cuantía total (miles de euros)	Cuantía media (miles de euros)	Cuantía máxima (miles de euros)
Austria	1	1	18	18	18
Bélgica	2	3	22	7	10
Alemania	13	190	10.301	54	443
Dinamarca	2	43	13	0	1
Estonia	4	4.626	10.836	2	10
España	7	1.958	6.585	3	100
Finlandia	3	1.264	3.966	3	10
Francia	14	306	9.996	33	350
Irlanda	2	37	1.259	34	157
Italia	2	3	15	5	7
Países Bajos	9	157	4.696	30	300
Polonia	6	2.145	331	0	6
Suecia	-	8	3	0	2
Eslovaquia	1	277	692	2	10
Reino Unido	41	94.989	1.078.262	11	4.989
UE28	107	106.007	1.126.994	11	4.989

Fuente: Project database, Crowdsurfer Ltd.

Se puede mencionar para completar el esquema del crowdfunding financiero que, en la Unión Europea se identificaron en 2014 cuatro plataformas de facturas (dos en Reino Unido, una en Dinamarca y otra en España). Tan solo se disponen de datos respecto a Reino Unido, donde se financió un volumen de 207.766 millones de euros, repartidos en 2.743 proyectos.

A la luz de los datos aportados se observa claramente que el Estado miembro que es más activo en el ámbito del crowdfunding es el Reino Unido, mientras que la actividad en el resto es mucho más modesta. Del resto de países, es en Alemania, Francia, Países Bajos y España donde la financiación participativa está teniendo una mayor implantación.

En América<sup>240</sup>, la actividad de crowdfunding es muy superior, alcanzando un volumen de 36,49 billones de dólares en 2015, frente a los 11,68 billones de 2014, lo que supone un incremento de un 212%. La mayor parte de la actividad se concentra en América del Norte, especialmente en Estados Unidos, que acapara un 99% de la financiación alternativa (36,17 billones de dólares). También es el principal contribuidor en términos de innovación de productos, diversidad de modelos, participación institucional y número de plataformas activas. La tasa de crecimiento en este país es también muy elevada, de 213%, si bien tampoco es desdeñable el crecimiento en América Latina y Caribe, que es de un 97%. Dentro de esta región, los países en los que se ha recaudado mayor volumen son Chile, con 47,57 millones de dólares, y Brasil, con 24,15 millones, lo que supone una cuota del 43% y del 20%, respectivamente. A estos países, les siguen México con 13,18 millones y Argentina con 9,06.

Diferenciando por tipo de crowdfunding, podemos ver en la siguiente tabla la tendencia en términos de volumen para el periodo comprendido entre 2013 y 2015. Nos centramos en el que tiene un objetivo de rentabilidad financiera<sup>241</sup>.

---

240. Wardrop *et al.* (2015).

241. El estudio establece una categoría específica para las plataformas que financian proyectos inmobiliarios, diferenciando entre *equity* y *lending*. Aquí se presentan según el tipo de financiación, sin diferenciar el sector al que se dirige la financiación.

### Análisis de la actividad de crowdfunding financiero por tipo de financiación y región en millones de dólares

Región	América del Norte			América Latina y Caribe			América en su conjunto		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
<b>Lending</b>	3.764	10.556	34.422	14	42	75	3.776	10.687	34.503
<b>Equity</b>	129	407	1.065	1	3	17	131	410	1.082
<b>Facturas</b>	0	8	32	-	-	1	0	8	33

Fuente: Datos de Wardrop et al. (2015). Elaboración propia.

Los factores que pueden explicar estas divergencias en la región apuntan, fundamentalmente, a las diferencias en el producto interior bruto. Otras justificaciones pueden ser las relativas a la implantación de Internet, del comercio electrónico y la banca móvil, así como al grado de innovación en el país.

## 4. Razones que justifican el crecimiento del crowdfunding

Para entender el porqué de este crecimiento tan intenso de la financiación colaborativa conviene subrayar que se ha producido en el contexto de la crisis<sup>242</sup> económico-financiera que comenzó en 2008, motivado tanto por cuestiones de demanda como de oferta. Desde la perspectiva de la demanda de financiación, la intensa regulación a la que se ha sometido al sector bancario, con un refuerzo notable de las exigencias de capital y liquidez, ha provocado importantes restricciones en el acceso al crédito bancario que han llevado a las empresas y a los particulares a buscar nuevos mecanismos de financiación. La financiación participativa, por el contrario, se encontraba (y en algunas jurisdicciones todavía se encuentra) en un limbo regulatorio que ha sido aprovechado por los gestores de las plataformas para hacer crecer su negocio<sup>243</sup>. Desde el punto de vista de los inversores, el crowdfunding ha brindado una oportunidad nueva de inversión con rentabilidades elevadas, en un contexto muy prolongado de tipos de interés bajos.

Algunos autores<sup>244</sup> señalan también como un elemento que ha contribuido al desarrollo de la financiación participativa, la reacción social que ha existido contra los mercados financieros y las instituciones bancarias tras la crisis financiera.

242. Talavera Insfrán (2015) señala precisamente que el hecho de que en Paraguay la demanda de crédito se haya visto satisfecha por los bancos puede ser uno de los motivos del escaso desarrollo de la financiación participativa en este país.

243. Parece que la falta de regulación puede haber contribuido al desarrollo inicial del crowdfunding. Algunos estudios señalan (por ejemplo, Wardrop et al. [2016]), no obstante, que la seguridad jurídica que aporta la regulación puede ser beneficiosa para el crecimiento de la industria en un momento posterior.

244. Rodríguez de las Heras (2013) y Herrera (2015).

Pero este contexto no permite explicar por sí solo el desarrollo de la industria. Es necesario señalar a la tecnología como elemento determinante para incentivar<sup>245</sup> la participación de los promotores, los inversores y las propias plataformas. En efecto, el crowdfunding presenta un gran atractivo para los promotores, al permitir obtener la financiación con un menor coste de capital. En primer lugar, la ausencia de redes comerciales amplias, típicas del modelo bancario tradicional, y de grandes infraestructuras como las características de los mercados financieros, permite reducir los costes de transacción. Por otra parte, al existir un gran número de inversores potenciales, las probabilidades de encontrar una contraparte (*matching*) se elevan significativamente, lo que reduce el tipo de interés. El mismo efecto se produce por un aumento de la competencia en el lado de los inversores.

Otras ventajas de las que se benefician los promotores están vinculadas al mundo del *marketing*. Las reacciones tras la publicación de un proyecto emprendedor en la plataforma, tales como la celeridad con la que se consigue alcanzar el objetivo de financiación, o su repercusión en la plataforma y las redes sociales, constituyen una importante fuente de información a la hora de testar el interés por un determinado producto o servicio. Una vez lanzado el producto o servicio, las plataformas pueden seguir canalizando las opiniones de los usuarios (típicamente en los modelos *reward-based*), que pueden ayudar al emprendedor a introducir mejoras. Frente a los tradicionales estudios de mercado, esta información es fácilmente accesible a través de las plataformas del crowdfunding<sup>246</sup>.

Los inversores también se ven beneficiados por la operativa crowdfunding. En relación a los proyectos con rentabilidad financiera, las plataformas ofrecen un amplio espectro de posibilidades de inversión, a las que se puede acceder con una participación muy pequeña, al contrario de lo que ocurre con las inversiones financieras tradicionales. De esta forma, se puede diseñar una cartera de inversión diversificada con bajo capital.

Para quienes invierten una cantidad más elevada por proyecto, como los familiares y amigos<sup>247</sup> que, en muchos casos, suponen la principal fuente de financiación de los proyectos emprendedores, otorgar la financiación a través de la plataforma en lugar de directamente favorece la formalización de su contribución a través de contratos.

---

245. Agrawal *et al.* (2013).

246. Merece la pena hacer una pequeña referencia a estas ventajas que en principio están asociadas a los proyectos *reward-based*, en tanto algunas plataformas permiten combinar esta remuneración con una rentabilidad financiera.

247. Habitualmente, en el ámbito del emprendimiento se hace alusión a la financiación a través de las 3 "F", con las que se hace alusión a los familiares, amigos y locos en inglés (*family, friends and fools*).

En otras ocasiones en las que el objetivo de la financiación también entraña la obtención de un determinado producto, el inversor obtiene cierta satisfacción por tener acceso al mismo de manera anticipada al resto del mercado. Se puede mencionar un elemento adicional de satisfacción, independiente del tipo de retribución y que se produce para algunos financiadores, consistente en una sensación de bienestar por el mero hecho de utilizar este tipo de canales.

Tanto para los promotores como para los inversores, el cruce entre la oferta y la demanda de financiación se produce de una manera rápida y eficiente, sin intermediarios, con una operativa sencilla a la que están habituados, y con la posibilidad de acceder en cualquier momento o lugar.

En cuanto a las plataformas, estas pueden obtener beneficios de esta actividad que son proporcionales al número y tamaño de los proyectos financiados. Por este motivo, en el largo plazo, la mejor estrategia que pueden seguir es la de presentar proyectos de calidad, garantizar un buen funcionamiento de la plataforma y limitar las posibilidades de fraude.

A la luz del desarrollo que está teniendo la industria, cabe entender que estos beneficios que acabamos de señalar superan los riesgos y desventajas a los que se enfrentan los agentes, y que se concretan en las situaciones que explicamos a continuación.

Los promotores pueden ser reticentes a utilizar este tipo de canales por el grado de información que tiene el público sobre su proyecto, tanto antes de obtener la financiación como después. Antes de obtenerla, y como condición indispensable para alcanzar este objetivo, el promotor ha de presentar a los potenciales inversores su proyecto con un nivel de detalle tal que permita reducir en la medida de lo posible las asimetrías de información, y poder así inspirar la confianza suficiente como para que los inversores lo seleccionen. Esta información puede ser muy valiosa para la competencia, que puede conocer detalles de la estrategia y actuar en consecuencia. Una vez conseguida la financiación, algunas empresas han señalado que al ser pública la cuantía recaudada, los proveedores cuentan con una ventaja negociadora a la hora de fijar los precios de los inputs. También se indica que la gestión de los inversores puede convertirse en un desafío si hay una excesiva atomización (especialmente si hay problemas con la gestión del proyecto), o si hay inversores con visiones contrapuestas sobre el futuro del proyecto o de la empresa.

Para los inversores, los riesgos que existen son la mala gestión de los promotores por incompetencia o incapacidad para cumplir con lo prometido, o incluso por una conducta fraudulenta. Los analizaremos en mayor profundidad más adelante, a la hora de analizar la necesidad de regular el crowdfunding.

Las plataformas, siendo conscientes de que los riesgos aquí mencionados pueden tener un efecto disuasorio para la participación de los agentes, han articulado mecanismos para tratar de solucionarlos como reforzar las exigencias de transparencia sobre el proyecto y el promotor, y dar valoración sobre ellos en la propia plataforma cuando ya han participado con carácter previo. Algunas de estas exigencias han sido incorporadas a la regulación general en algunos países.

## 5. Elementos que determinan la decisión de regular

El espectacular crecimiento del crowdfunding ha llamado la atención de los reguladores que se plantean si debe existir una reacción por su parte, que puede consistir en prohibir este tipo de actividad, incardinarla en actividades reguladas preexistentes, o crear un régimen específico para la misma. Para tomar esa decisión se valoran los siguientes factores: primero, si la existencia del crowdfunding reporta beneficios a la sociedad; segundo, si existen elementos que justifiquen una intervención pública; tercero, si la intervención pública genera mayores beneficios que costes.

### 5.1. Beneficios potenciales del crowdfunding

Ya hemos señalado las ventajas que la financiación participativa reporta a promotores, inversores y gestores de las plataformas. Pero existe, además, una serie de factores que son valorados de manera positiva por los reguladores.

Comenzamos resaltando la idea de que el crowdfunding puede estar llamado a tener un importante papel en la financiación de empresas de menor tamaño. Con carácter general, ya hemos mencionado que son numerosas las jurisdicciones en las que el coste de acceso a financiación a través de los mercados de capitales tradicionales es muy elevado en relación a la necesidad de financiación, y la financiación participativa abarata significativamente esos costes. En situaciones de restricciones crediticias como las experimentadas durante la crisis, este sector puede venir a cubrir la demanda de crédito que los bancos han dejado de satisfacer. Desde la perspectiva de los países en vías de desarrollo, estos efectos positivos podrían ser aún mayores, en tanto el crowdfunding puede servir de catalizador de los esfuerzos existentes para crear una cultura y entorno empresarial<sup>248</sup>.

A nivel macroeconómico, favorecer esta forma de financiación alternativa puede justificarse atendiendo a la importancia de las PYMES en la conformación del tejido

---

248. Information for Development Program, Banco Mundial (2013): *Crowdfunding's Potential for the Developing World*.

empresarial y a su contribución al crecimiento económico y la creación de empleo<sup>249</sup>. Por otra parte, la diversificación de las fuentes de financiación favorece la reducción de los costes por un aumento de la competencia y fomenta una menor dependencia del crédito bancario, lo que contribuye a hacer la economía más resistente frente a los *shocks*.

## 5.2. Elementos que pueden justificar la intervención regulatoria

La existencia de estos beneficios por sí sola no justifica la intervención pública vía regulación, sino que es necesario que existan elementos que pongan en riesgo su adecuado desarrollo. En el ámbito financiero, la política debe asegurar un adecuado equilibrio entre tres objetivos: la eficiencia, la protección del inversor y la estabilidad financiera. Estos objetivos se retroalimentan entre sí, de manera que un peso excesivo de uno de ellos puede llevar a resultados subóptimos.

Así, en cualquier sector financiero, primar en exceso la eficiencia, fomentando una operativa excesivamente ágil, puede llevar a una desprotección del inversor. Por ejemplo, si se elimina completamente la obligación de dar información a los usuarios de servicios financieros, no cabe duda de que los costes para las entidades o los emisores serán mucho menores en el corto plazo. Sin embargo, se producirá una falta de confianza en el sistema que nos llevaría, de acuerdo con la teoría económica<sup>250</sup>, a la desaparición del mercado, en tanto si los agentes no son capaces de diferenciar entre los distintos tipos de mercancías, se dejan de producir intercambios. Al desaparecer el mercado o verse reducido, puede producirse un efecto negativo desestabilizador sobre el conjunto del sistema financiero. Por el contrario, si lo que se prima en exceso es la protección del inversor o la estabilidad financiera, los costes para las entidades se disparan, por lo que el precio al que ofertan los productos o los servicios financieros sube, reduciéndose también el volumen de intercambio. En consecuencia, el grado de bienestar global disminuye. La dificultad reside en determinar ese equilibrio que depende de las características propias del sector, en un lugar y momento determinados.

En el caso que nos ocupa, relativo a la financiación participativa, el mercado está funcionando por sí mismo de manera muy eficiente, dando lugar a transacciones a un precio inferior al que encontramos en otros sectores tradicionales. En consecuencia, la tarea del regulador se centra en introducir normas que, de un lado, permitan alcanzar un adecuado nivel de protección del inversor, y del otro, garanticen que la

---

249. Ver capítulo 1, "Importancia económica de las PYMES en las economías iberoamericanas", de este Estudio.

250. Akerloff (1970).

operativa de crowdfunding no pueda llegar a introducir riesgos para el conjunto del sistema financiero. En la actualidad, la regulación se centra, fundamentalmente, en la protección del inversor ya que, de momento, el tamaño del crowdfunding no es lo suficientemente grande como para generar riesgo sistémico<sup>251</sup>.

El diseño de la política de protección del inversor en proyectos de crowdfunding pasa por determinar los riesgos a los que se enfrenta, y si la propia plataforma o la industria en su conjunto están tomando medidas adecuadas y suficientes para gestionarlos. Estos riesgos están relacionados con: los proyectos y los promotores, las plataformas y la iliquidez de la inversión.

En primer lugar, los inversores se enfrentan a un riesgo de impago por parte de los promotores del principal y de la rentabilidad esperada, ya sea por incompetencia del promotor (que puede haber sobreestimado su capacidad de repago, o no haber tenido la diligencia debida en la ejecución del proyecto), o directamente por una actividad fraudulenta. El riesgo para el inversor es aún mayor en el caso de que no haya garantías, y si sus conocimientos financieros y experiencia son escasos.

Se trata de un problema típico de información asimétrica, que se produce tanto antes de celebrar el contrato como después. Antes de la celebración del contrato se produce una situación de selección adversa, en tanto los inversores tienen menos información que los promotores sobre ellos y sobre los proyectos. También se produce un problema de asimetría de información ex post, en la medida en que los inversores no tienen forma de inducir al esfuerzo al promotor o evitar su conducta fraudulenta.

Para responder a este problema, es habitual que las plataformas exijan un alto grado de información sobre el proyecto o el promotor, incluida su calidad crediticia. Algunas plataformas limitan también la cuantía de la inversión por proyecto, para que exista una mayor diversificación que limite el riesgo, y otras llegan incluso a crear un fondo de mutualización de pérdidas.

El segundo riesgo de la operativa en crowdfunding se refiere a la propia plataforma, y se concreta en diversas situaciones. Podemos mencionar, en primer lugar, la posibilidad de que la plataforma deje de funcionar temporalmente o para siempre. Para contrarrestarlo, muchos operadores segregan las cuentas de los clientes respecto de la de la plataforma, de manera que podrían llegar a ser operadas por otro gestor, y en algunos casos hasta prevén planes de recuperación y resolución. Tampoco cabe menospreciar la posibilidad de un ataque cibernético, que lleva a las plataformas a

---

251. Kirby y Worner (2014) y Autoridad Europea de Valores y Mercados (2014).

establecer los mecanismos técnicos adecuados para evitarlos. En tercer lugar, existe también un problema de asimetría de información, en tanto cabe la posibilidad de que la plataforma capte de manera fraudulenta la financiación, y ni los inversores ni los promotores vean satisfechas sus pretensiones. Esto, aunque puede llegar a ocurrir, no es la tendencia general. Como ya hemos indicado en apartados anteriores, el incentivo de las plataformas a largo plazo es dar un servicio de calidad que les permita tener un número cada vez mayor de proyectos y un volumen mayor de recaudación, en la medida en que esto les garantiza el aumento de sus ingresos por comisiones.

El tercer y último riesgo es la iliquidez por la inexistencia, con carácter general, de un mercado secundario que permita a los inversores deshacer su inversión. Este riesgo se limita a través de la creación de mercados secundarios, y también mediante la limitación de la cuantía máxima a invertir a nivel individual.

De momento, la protección del inversor mediante la minimización de los riesgos a los que se enfrenta es el elemento al que mayor importancia están dando los reguladores. La estabilidad financiera no es actualmente objeto de preocupación, ya que el tamaño del crowdfunding es reducido. Sin embargo, su tasa de crecimiento en los últimos años lleva a pensar que sí puede alcanzar una masa crítica en un futuro cercano. Por otra parte, el uso de Internet favorece la operativa a nivel transnacional sin que exista una normativa homogénea, por lo que se hace necesario analizar las implicaciones jurídicas de este tipo de operaciones. También cabe indicar que existen cada vez más interconexiones con el sector bancario y las titulizaciones, que hace que en muchas jurisdicciones haya exposiciones del sector financiero regulado a un sector que está fuera del perímetro de supervisión.

Como criterio adicional a la hora de valorar una intervención regulatoria es que la actividad que están llevando a cabo las plataformas se aproxima mucho (o se puede incardinar totalmente) a la actividad que están llevando a cabo otras entidades financieras reguladas. Para asegurar que no se produce arbitraje regulatorio, puede ser aconsejable aclarar el régimen jurídico aplicable a la financiación participativa.

También habrá que tener en cuenta que la operativa a través de Internet puede favorecer la creación de perfiles falsos que faciliten el uso del crowdfunding para el blanqueo de capitales o para la financiación de actividades ilícitas.

### **5.3. El análisis coste-beneficio de la intervención**

---

Una vez valorado el riesgo que esta actividad genera, atendiendo a las condiciones inherentes del país de que se trate, la autoridad competente ha de valorar si los costes que su intervención puede generar son inferiores a los beneficios. Entre los

beneficios, podemos citar que la existencia de un marco normativo claro que garantice la seguridad jurídica puede contribuir al desarrollo de la industria.

Esta parte es probablemente la más difícil de estimar. En general, no es fácil cuantificar los efectos que la intervención pública puede generar por no existir precio para algunos de los beneficios, como la seguridad jurídica y por estar basado en numerosas hipótesis. Tampoco hay que olvidar que se trata de una actividad sobre la que no existen datos oficiales, por no estar todavía regulada. En todo caso, la decisión estará influida por el grado de desarrollo del crowdfunding y por el marco normativo preexistente en el mercado financiero, entre otros.

## 6. La regulación del crowdfunding en Europa y América

### 6.1. La decisión de regular en Europa y América

---

Una vez tomada la decisión de llevar a cabo una intervención, las opciones de política financiera pasan desde la prohibición absoluta de este tipo de actividad, hasta por el establecimiento de una regulación *ad hoc*, pasando por la aplicación de normas ya existentes aplicables a entidades reguladas, con un mayor o menor grado de flexibilidad en lo que se refiere a sus exigencias.

Si la conclusión a la que se llega es que, frente a la prohibición, es aconsejable establecer un marco jurídico que permita el desarrollo de esta industria porque puede generar bienestar social, el regulador suele plantearse hasta qué punto esta actividad se diferencia de la que llevan a cabo las entidades financieras reguladas o de si no resultan de aplicación directamente otras normas. Por ejemplo, la participación de las plataformas por parte de inversores minoristas puede entenderse amparada por las normas de protección del consumidor y, en algunos casos, por las normas de comercio electrónico, especialmente en relación a que las plataformas *reward-based* y los datos que se manejan tienen carácter personal, por lo que son merecedores de protección.

Ya en el ámbito financiero, hay varias cuestiones que deben ser objeto de reflexión. En primer lugar, las plataformas en muchas ocasiones ingresan o transfieren fondos de los inversores para llevar a cabo la inversión, lo que podría entrar en el ámbito de aplicación de la normativa específica de pagos. En segundo lugar, en el caso de los préstamos, dependiendo del funcionamiento específico de la plataforma, estaríamos ante una actividad de préstamo interpersonal, o incluso de una intermediación que típicamente han asumido las entidades de crédito, si bien no suele haber captación de depósitos del público. En tercer lugar, si nos centramos en las plataformas en las que se intercambian participaciones en el capital o títulos de renta

fija, debe analizarse si resulta de aplicación la normativa sobre ofertas públicas de valores y sobre la prestación de servicios de inversión (intermediación financiera).

Al centrarse este estudio en la financiación de las PYMES a través de los mercados de capitales, vamos a focalizar el análisis regulatorio en el caso que hemos mencionado en último lugar, es decir, en la actividad de las plataformas en las que se negocian acciones o participaciones en el capital y bonos, diferenciando por regiones, tal y como hemos hecho al presentar los principales datos.

En la Unión Europea han sido varios los Estados miembros que han considerado conveniente aclarar el régimen jurídico de la financiación participativa<sup>252</sup>, pero la respuesta no ha sido ni mucho menos unánime a pesar del alto grado de armonización que existe en la regulación de los servicios financieros. En efecto, la Directiva de instrumentos de mercados financieros, conocida por sus siglas en inglés, MiFID<sup>253</sup>, establece un marco común para la prestación de servicios de inversión, regulando el proceso de autorización y los requisitos que deben cumplir estas empresas. Los servicios de inversión que pueden prestar están tasados<sup>254</sup>, y se prestan sobre lo que la directiva define como instrumento financiero<sup>255</sup>. Adicionalmente, la Directiva<sup>256</sup> que regula el folleto o prospecto de emisión de valores en ofertas públicas también recoge el contenido de este documento y las condiciones en que es exigible.

El motivo de la disparidad respecto a la MiFID se debe a que algunos países han decidido incardinar la actividad de las plataformas en esta regulación, mientras que otros han definido su actividad de tal manera que quedaban fuera de su ámbito de aplicación, siendo necesario el establecimiento de una normativa específica<sup>257</sup>. Nos centraremos en estas últimas por entender que son las que realmente suponen una financiación alternativa. Más concretamente, nos centraremos

---

252. Podemos citar a modo de ejemplo: Austria, Bélgica, España, Francia, Reino Unido, Italia, Alemania y Portugal. En este último caso, la Ley nº 102/2015, de 24 de agosto, de régimen jurídico del financiamiento colaborativo ha sido desarrollada por el Reglamento de la Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios (CMVM) nº 1/2016, quedando pendiente el establecimiento de un régimen sancionador al momento de realizar este trabajo.

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

254. Anexo I, Sección A de la MiFID.

255. Anexo I, Sección C de la MiFID.

256. Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

257. Otros Estados miembros han optado por una solución intermedia, en la que se da una autorización limitada a prestar solo determinados servicios de inversión, que les impediría operar de manera transnacional.

en los regímenes de España<sup>258</sup> y Portugal<sup>259</sup>, por formar parte de Iberoamérica, y en el Reino Unido<sup>260</sup>, por ser el país de la Unión en el que se recauda un mayor volumen de crowdfunding.

En cuanto a los folletos o prospectos de emisión de valores, la Directiva europea da la opción a los Estados miembros de exigirlo o no por debajo del umbral de 5 millones de euros. Algunos países, como España, en el que no se exige folleto por debajo de ese umbral, han optado por entender que es ese ámbito en el que debe operar el crowdfunding, de manera que no se permite hacer ofertas públicas que superen dicho umbral a través de las plataformas. Otros han optado por introducir un régimen específico más flexible para emisiones de menor tamaño.

No deja de sorprender esta situación en una región donde los servicios financieros gozan de una normativa armonizada. La Comisión Europea reconoce que las diferencias existentes a nivel regulatorio podrían estar impidiendo las operaciones transfronterizas<sup>261</sup> pero, por el momento, no considera conveniente establecer un régimen único para toda la Unión Europea<sup>262</sup>.

Ya en el continente americano, encontramos en Estados Unidos al pionero en establecer un marco jurídico<sup>263</sup> donde, como hemos visto, el tamaño del mercado es muy superior al resto de países de la región. De manera análoga a lo que ocurre en Europa, la normativa ha tenido que hacer excepciones para asegurar el desarrollo del crowdfunding en la normativa sobre emisión de valores.

Con carácter general, la emisión de valores en Estados Unidos exige su registro en el supervisor y el cumplimiento de obligaciones de información periódica, que pueden ser muy costosas para las empresas de menor tamaño. Existe, no obstante, una excepción a esta norma general para las emisiones que van dirigidas esencialmente a inversores acreditados<sup>264</sup> (se permitían hasta 35 no acreditados), sin límites cuantitativos a la emisión. El problema reside en que se prohíbe publicitar este tipo de ofertas a través de medios de comunicación de masas, entre los que se incluye Internet, lo que impide que se desarrolle la financiación colaborativa de valores haciendo uso de esta excepción.

---

258. Ley nº 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

259. Ley nº 102/2015, de 24 de agosto, de régimen jurídico del financiamiento colaborativo, y Reglamento de la CMVM nº 1/2016.

260. Reglamento PS14/4.

261. Comisión Europea (2015a). *Green paper: Building a Capital Markets Union*.

262. Comisión Europea (2016). *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*. Staff working document.

263. Jumpstart Our Business Startups Act, conocida como JOBS Act, de abril de 2012. Ha sido desarrollada por la Securities Exchange Commission a través de la Regulación D (2013) y la Regulación Crowdfunding (2015).

264. Los inversores acreditados en el régimen de Estados Unidos son aquellos que tienen un salario individual superior a 200.000 dólares o un patrimonio neto de 1 millón de dólares.

Por este motivo, se han articulado dos excepciones adicionales: una para emisiones sin restricciones cuantitativas, y otra para emisiones de hasta un millón de dólares en doce meses. En la primera, desarrollada en 2013, se permite publicitar la oferta siempre y cuando se dirija exclusivamente a inversores acreditados, mientras que en la segunda, de 2015, se permite el acceso a inversores no acreditados, aunque sujeto a restricciones. Este será el caso que consideraremos para el estudio de derecho comparado que se presenta a continuación por estar sometido a mayores limitaciones.

En América Latina, no existe regulación específica, entendiendo la mayor parte de los reguladores que son de aplicación las normas de intermediación financiera<sup>265</sup> y de oferta pública<sup>266</sup>, siendo posible aplicar un criterio de proporcionalidad por tratarse de emisiones de PYMES en algunas jurisdicciones<sup>267</sup>.

Sin embargo, son varios los países en los que el regulador se está planteando introducir un marco legislativo específico para las plataformas y, en algunos casos, para las empresas que se financian a través de ellas. Argentina<sup>268</sup>, Chile y México estarían trabajando en esta línea, sin que, al momento de redactar este capítulo, se haya publicado un proyecto de norma específico. No obstante, podemos señalar que la regulación mexicana irá orientada a eximir del cumplimiento de la normativa aplicable relevante<sup>269</sup> siempre que las plataformas estén registradas en la Comisión Bancaria y de Valores de México (CNBV). Las plataformas deberán cumplir con diversas normas de conducta y obligaciones de *due diligence*, *scoring*, seguimiento y cobro de créditos, prevención de blanqueo de capitales o financiación de actividades ilícitas, además de obligaciones de transparencia y de requisitos técnicos. Asimismo, se prevé el establecimiento de límites anuales a la inversión a nivel de proyecto y de plataforma y en materia de gobierno corporativo, el regulador evaluará con carácter previo la idoneidad de socios y administradores de las plataformas.

---

265. Como en el caso de Colombia y Uruguay.

266. En este grupo encontramos un gran número de países: Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Honduras, Paraguay y Perú. Aunque en el Ecuador no existe legislación específica sobre crowdfunding, desde 2002 (reformada en 2014) la Ley de Comercio electrónico, Firmas Electrónicas y Mensajes de Datos tiene por objeto regular los mensajes de datos, la firma electrónica, los servicios de certificación, la contratación electrónica y telemática, la prestación de servicios electrónicos, a través de redes de información, incluido el comercio electrónico y la protección a los usuarios de estos sistemas.

267. Existe esta posibilidad de eximir o reducir los requisitos exigibles a las PYMES en la normativa sobre ofertas públicas de Brasil y Perú.

268. La CNV inició durante 2016 un proyecto de reforma a la legislación para introducir un marco regulatorio para los sistemas de crowdfunding.

269. Fundamentalmente, la Ley de Instituciones de Crédito y la Ley del Mercado de Valores.

Más avanzados se encuentran los proyectos de Colombia<sup>270</sup> y Brasil<sup>271</sup>, sobre los que se han publicado sendos documentos de consulta. Estas propuestas se incluyen en el análisis regulatorio del siguiente epígrafe, si bien ha de tenerse en cuenta que se trata de proyectos en fase embrionaria y que, por lo tanto, podrían ser modificados antes de su aprobación definitiva.

En consecuencia, parece que existe una cierta tendencia en la región a cubrir esta laguna regulatoria. A este proceso podría contribuir el estudio que el Banco Interamericano de Desarrollo<sup>272</sup> ha publicado recientemente, en el que se dan orientaciones sobre los elementos que los marcos jurídicos deberían cubrir, y al que se hace referencia en el apartado de conclusiones de este capítulo.

## **6.2. La regulación del crowdfunding analizada desde la perspectiva de la gestión del riesgo**

### **6.2.1. Ámbito de aplicación y requisitos de capital**

Los requisitos exigibles a la operativa del crowdfunding dependen, en gran medida, de las actividades que las plataformas están autorizadas a hacer, y a la consideración que tiene esta actividad. En Reino Unido, la actividad se define como la gestión de plataformas de crowdfunding en las que los consumidores pueden realizar inversiones en acciones o participaciones del capital o en valores de deuda que no se negocian en mercados reconocidos, o participaciones en una institución de inversión colectiva no regulada. Esto se concreta fundamentalmente en la recepción, transmisión y ejecución de órdenes de clientes, que está incluido en la lista de servicios de inversión de MiFID.

Por el contrario, el regulador español entiende que la actividad de la plataforma no supone la prestación de ningún servicio de inversión. Para ello, precisa que las actividades típicas de las plataformas consistan en la recepción, selección y publicación de proyectos, así como en el establecimiento, desarrollo y explotación de canales de comunicación que favorecen el flujo de financiación. Y para mayor aclaración, prohíbe expresamente que las plataformas lleven a cabo actividades financieras reservadas a otras entidades, como la prestación de servicios de inversión, la captación de depósitos o la que define a las instituciones de inversión colectiva.

---

270. [http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP\\_MHCP\\_WCC-049581%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased](http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP_MHCP_WCC-049581%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased)

271. [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2016/sdm0616digital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0616digital.pdf)

272. Alternative Finance (Crowdfunding) Regulation in Latin America and the Caribbean: A Balancing Act. BID, Herrera, Diego. 2016. <https://publications.iadb.org/handle/11319/7837>

La consulta pública colombiana ha definido de manera análoga las plataformas, al incluir entre las actividades que podrán desarrollar el análisis y calificación de manera profesional los riesgos de crédito del proyecto, la promoción de forma masiva de los proyectos de inversión mediante el uso de canales electrónicos, y la formalización de las operaciones de financiación. También recoge una serie de prohibiciones respecto a las actividades que tradicionalmente llevan a cabo otras entidades reguladas.

En el caso de Estados Unidos, se exige que la comercialización se lleve a cabo a través de un intermediario financiero o a través de una plataforma, que deben estar registrados en una organización con autorregulación.

En lo que se refiere al objeto de intercambio, el Reino Unido se centra en valores que no son líquidos, es decir, que no están cotizando en mercados de valores regulados. En el caso de España, se permite que sean tanto participaciones en el capital social de las empresas, como títulos de renta fija, siempre y cuando no existan limitaciones a su transmisión a terceros. La regulación de Portugal también incluye valores de renta fija y de renta variable, al igual que la de Estados Unidos. En Brasil, la regulación estaría encaminada a facilitar la financiación de las PYMES, definidas por su volumen de ingresos anuales<sup>273</sup>.

Para poder obtener la autorización, se exige un capital mínimo que asegure que la plataforma cuenta con los medios adecuados para hacer frente a los riesgos que gestiona. En la Unión Europea podemos utilizar como criterio de comparación el capital exigible en MiFID que puede llegar a alcanzar desde 730.000 euros para las entidades que toman posiciones por cuenta propia, hasta los 50.000 si no tiene depósitos de clientes, pasando por los 125.000 de quienes sí tienen depósitos de clientes pero no realizan operaciones por cuenta propia. Reino Unido, al entender que las plataformas están sometidas a la MiFID, parte de ese límite de 50.000 euros. Portugal exige un capital social de 50.000 euros, que puede ser sustituido total o parcialmente por un seguro de responsabilidad civil. En España se parte de un mínimo similar, pero estos requisitos son crecientes, ya que comienzan por un mínimo de 60.000 euros (que como en el caso de Portugal puede ser sustituido por un seguro) y va aumentando según la actividad de la plataforma: si los fondos recaudados superan los 2 millones de euros el capital se ve incrementado a 120.000 euros. A partir de ahí, el capital aumentará en proporción a la cuantía gestionada hasta un límite de 2 millones de euros. En Colombia, la regulación podría incluir también requisitos de capital

---

273. Comissão do Valores Mobiliários (2016). Las empresas que podrían ser elegibles para financiarse a través de crowdfunding serían aquellas que tiene unos ingresos anuales inferiores a diez millones de reales, a las que se exige del requisito de registro previo de la oferta.

que serían proporcionados al tamaño, naturaleza y complejidad de las actividades de las plataformas, así como los riesgos que gestionan.

Habiendo visto ya esta medida de gestión del riesgo global, pasamos ya al análisis de cada uno de los riesgos, siguiendo el razonamiento planteado en el apartado 5.2. Como comentamos entonces, el objetivo general es la protección del inversor. Es habitual que, tal y como ocurre en la regulación del mercado de valores, se discrimine en función de su grado de conocimiento y experiencia.

En España se distingue entre inversores acreditados y no acreditados, siguiendo la terminología estadounidense. Sin embargo, el concepto no es idéntico, ya que en España este concepto incluye a: inversores institucionales; empresas con activos superiores a un millón de euros o ingresos superiores a dos millones; o personas físicas que superen 50.000 euros de ingresos anuales o 100.000 euros en activos financieros. Por su parte, Portugal diferencia entre inversores profesionales y no profesionales, aplicando un umbral de 100.000 euros de ingresos anuales, y Reino Unido diferencia según la sofisticación o su valor neto. Este último concepto implica *grasso modo* tener unos ingresos superiores a 100.000 libras o activos superiores a 250.000 libras (no incluyendo la residencia habitual). En Estados Unidos, para el tipo de crowdfunding que estamos considerando en esta parte del análisis, se distingue por los ingresos anuales o patrimonio neto, poniéndose el umbral en 100.000 dólares. Brasil podría introducir una diferenciación similar, con un menor nivel de protección para los inversores cualificados, los inversores que actúan como líderes de sindicatos<sup>274</sup> y aquellos que tienen unos ingresos brutos anuales o un patrimonio líquido superior a 100.000 reales. La regulación colombiana podría ir también en esta línea, distinguiendo entre inversores profesionales e inversionistas (minoristas).

### **6.2.2. Gestión de los riesgos asociados a la plataforma**

Más allá de la exigencia de registro de las plataformas, común a todas las regulaciones, los riesgos relativos a la propia plataforma suelen ser resueltos a través de medidas para la gestión de los conflictos de interés a fin de garantizar que los inversores son adecuadamente informados de su existencia y gestión. En algunos casos, como el de España se llega incluso a prohibir o limitar la participación de los gestores de la plataforma como inversor o promotor a un 10% por proyecto y por plataforma.

---

274. Comissão do Valores Mobiliários (2016). La propuesta normativa sometida a consulta pública en Brasil incluye la regulación de los llamados sindicatos de inversores, en los que habría un inversor actuando como líder. Su papel sería el de un "ángel inversor" no solo invirtiendo en la empresa una parte superior al 5%, sino contribuyendo a su gestión diaria, obteniendo por ello una remuneración adicional.

En cuanto al riesgo de que la plataforma deje de operar, las normas nacionales imponen requisitos sobre los gestores en términos de conocimiento, experiencia y honorabilidad, y se exige que la estructura y organización de la plataforma garantice la continuidad del servicio.

Estas medidas se complementan con exigencias de transparencia sobre la plataforma, y avisos sobre los riesgos que entraña la operativa en la misma y en el crowdfunding en general, que son comunes a todos los regímenes analizados. En España se exige que sea el propio inversor el que manifieste (tecleando una determinada frase) que comprende estos riesgos, para mayores garantías.

### **6.2.3. Gestión de los riesgos asociados al promotor y al proyecto**

Para gestionar los problemas que pueden surgir por asimetrías de información respecto del promotor y el proyecto, se exige un cierto grado de transparencia. En algunos Estados miembros de la Unión Europea, se aplica la Directiva de folletos a las ofertas públicas que entran dentro del ámbito de aplicación. En el caso de España, no se permite que se lleven a cabo ofertas públicas sujetas a la Directiva de folletos a través de las plataformas de crowdfunding. En otros, se exige de la obligación de publicar folleto por debajo de determinados umbrales.

Si no es exigible el folleto, hay que garantizar que el inversor recibe igualmente información adecuada sobre el proyecto, el promotor y la inversión, que en algunos casos, como el de Portugal, debe ser presentado siguiendo un formato estandarizado. Esta medida se puede acompañar de diversas alertas, como en el caso de España, donde se avisa al inversor de que las plataformas no son ni entidades de crédito ni empresas de servicios de inversión, de que no existe intervención por parte de la autoridad para la emisión de los instrumentos o de la información sobre los mismos, y de que no hay cobertura por ningún sistema de compensación de pérdidas.

También se puede exigir un cierto control de los proyectos por parte de la plataforma. Así ocurre en España, donde tiene que verificarse que la información que ha de publicarse sobre el proyecto está completa de acuerdo a la ley, como también ocurre en Estados Unidos. Estos dos regímenes también obligan a la plataforma a garantizar que la financiación no se hace efectiva si no se ha alcanzado un porcentaje mínimo sobre el objetivo a recaudar en la fecha publicada por el promotor.

Finalmente, algunos reguladores han optado por limitar el volumen que un mismo promotor puede captar por proyecto o/y por plataforma. En el caso de España, los proyectos pueden recaudar un máximo de 2 millones de euros (o 5 millones si se dirigen solamente a inversores acreditados), y cada promotor puede publicar un único

proyecto por plataforma. Análogamente, Portugal establece un límite de 1 millón de euros, ampliable a 5 millones en relación a los proyectos exclusivamente para profesionales. En Reino Unido se ha establecido un límite general de 5 millones de euros. Para el régimen aplicable a los inversores no acreditados de Estados Unidos, la cuantía máxima es de 1 millón de dólares. Por su parte, Brasil podría imponer un límite a la captación anual de 5 millones de reales y Colombia de 400 millones de pesos colombianos.

#### **6.2.4. Otras medidas**

Siguiendo el ejemplo sentado por MiFID, las normas de protección del inversor van más allá de la reducción de las asimetrías de información. En efecto, las plataformas están obligadas a verificar el grado de conocimiento que el inversor tiene sobre los riesgos. En Portugal basta con que la plataforma obtenga una declaración por parte del inversor en la que manifieste que comprende los riesgos de la operación, mientras que en España y en Reino Unido se imponen mayores restricciones. En el primer caso, las plataformas deben valorar la experiencia y conocimientos de los clientes y verificar que pueden tomar sus decisiones de inversión comprendiendo los riesgos asociados. El régimen británico es aún más restrictivo, al no permitir a los inversores menos sofisticados su participación directa en la plataforma. O bien les exige que reciban asesoramiento financiero (lo que supone la intermediación de una empresa de servicios de inversión, lo que conlleva que esta realice el consiguiente test de idoneidad), o bien limita su participación al 10% de sus activos netos, en cuyo caso la plataforma deberá verificar el grado de comprensión de los riesgos. El régimen estadounidense obliga a la plataforma a garantizar que el inversor ha revisado los materiales educativos sobre crowdfunding y al inversor a declarar que entiende los riesgos asociados.

Por otro lado, para limitar el riesgo de iliquidez de la inversión, es común que se restrinja la cuantía que se invierte en crowdfunding. Tanto España como Portugal establecen ese umbral en 3.000 euros por proyecto y 10.000 euros al año en el conjunto de inversiones en crowdfunding para los inversores que merecen mayor protección<sup>275</sup>. Reino Unido no impone restricciones más allá de la prohibición a los inversores no sofisticados que acuden sin ser asesorados por una empresa de servicios de inversión de invertir más de un 10% de sus activos netos disponibles para invertir. Estados Unidos diferencia entre aquellos que tienen unos ingresos o patrimonio neto inferiores a 100.000 dólares, que pueden invertir hasta un límite del 5% de sus ingresos o hasta 2.000 dólares (la cantidad que sea mayor), y los que superan el umbral, que pueden invertir hasta el 10% de sus ingresos. Tiene este régimen una

---

275. En el caso de Portugal, las restricciones no aplican para las personas jurídicas, las personas físicas con ingresos anuales superiores a 70.000 euros, así como los inversores cualificados.

particularidad, y es que para hacer que la financiación de las empresas sea más estable, se restringe la capacidad de vender los valores durante un año, lo cual supone una restricción a la liquidez para el inversor. Finalmente, los proyectos de Colombia y Brasil podrían incluir también límites. En el primer caso, se limita la participación anual de los inversores minoristas a 5 millones de pesos por proyecto o al 5% de los ingresos anuales, y a 10 millones de pesos en el total de las plataformas. En Brasil el límite global de inversión en crowdfunding sería de 10.000 reales. Con carácter general a todas las regulaciones, para garantizar el cumplimiento de esta obligación, la plataforma ha de recabar del inversor una declaración sobre la no superación del umbral aplicable al conjunto de plataformas.

## 7. Conclusiones

El crowdfunding puede convertirse en un futuro no muy lejano en una alternativa a los mercados de capitales para las micro, pequeñas y medianas empresas, ya que presenta la ventaja fundamental de permitir acceder a la financiación sin tener que hacer frente a elevados costes. Esta tendencia puede verse favorecida por varios elementos. En primer lugar, una mayor participación de inversores institucionales, como ya está ocurriendo tanto en América<sup>276</sup> como en Europa. Concretamente, en el Reino Unido las entidades de capital riesgo y los *business angels* están invirtiendo en los proyectos de *equity*<sup>277</sup>. No cabe duda de que la existencia de este tipo de inversores puede servir de catalizador para la financiación, aunque cabe plantearse si no desvirtúa la idea inicial de la financiación participativa.

En segundo lugar, el crowdfunding financiero ha dejado de estar orientado preferentemente a la innovación, pasando a estar las campañas orientadas a sectores tradicionales y algunas plataformas empiezan a especializarse en algunos de ellos, como el de energías renovables o el inmobiliario<sup>278</sup>. Esta expansión hacia sectores más allá de la innovación puede facilitar el acceso de un mayor número de PYMES. Además, el proceso podría verse alentado por un efecto llamada. Si existe una masa crítica de empresas que recaudan exitosamente la financiación buscada a través de este mecanismo, cabría esperar que otras se animaran a utilizar este mecanismo.

En tercer lugar, la regulación de este tipo de actividades orientada a fomentar su desarrollo a la vez que se vela por un adecuado nivel de protección del inversor, puede favorecer su desarrollo. De hecho, algunos estudios muestran que para algunos

276. Wardrop *et al.* (2016).

277. Zhang *et al.* (2016).

278. Comisión Europea (2016).

inversores la falta de regulación constituye uno de los elementos más importantes para no financiar proyectos a través de las plataformas<sup>279</sup>.

Esta idea vendría a ser ratificada por un reciente estudio publicado por el Banco Interamericano de Desarrollo<sup>280</sup>, al que ya se ha hecho alusión, y que señala que una de las posibles razones por las que la industria tiene un tamaño reducido en América Latina y Caribe es la falta de regulación, que estaría impidiendo la creación de plataformas de financiación alternativa. Para que el marco jurídico sirva realmente de catalizador del crowdfunding, debería incluir una serie de elementos. En primer lugar, una clara definición del tipo de crowdfunding que se quiere regular, así como de los sujetos que participan (inversor, promotor y plataforma). Se debe, además, establecer un régimen de autorización para las plataformas, para las que deben establecerse criterios claros sobre las actividades que pueden llevar a cabo y aquellas que tienen prohibidas por estar reservadas a otras entidades supervisadas. Se deben imponer unos requisitos mínimos de capital que aseguren la capacidad operativa de las plataformas, pero también obligaciones de *due diligence* y de conducta, asegurando un adecuado nivel de protección al inversor. Este esquema se vería completado con normas sobre el régimen de supervisión, inspección y sanción.

No obstante, el desarrollo de la industria se puede ver frenado por fuerzas que operen en sentido contrario. El crowdfunding se desarrolló especialmente durante la crisis financiera que comenzó en 2008, ocupando el hueco que las entidades de crédito habían dejado sin cubrir y permitiendo a los inversores obtener rentabilidades superiores a las que podían obtener a través de las vías tradicionales de inversión financiera. Un cambio en estas circunstancias podría dar lugar a una vuelta a los sectores financieros tradicionales, que están además sometidos a unas reglas del juego que los agentes conocen bien. Si además las entidades financieras tradicionales incorporaran realmente el uso de la tecnología de manera análoga a las plataformas, haciendo la experiencia más agradable para el usuario de servicios financieros, podrían recuperar una parte del mercado que han perdido.

Se ha comentado que la regulación puede alentar la financiación participativa, pero es necesario destacar que el proceso normativo se está llevando a cabo de manera individualizada, sin que exista ningún tipo de coordinación entre jurisdicciones, ni siquiera en la Unión Europea, donde existe un alto grado de armonización en materia de servicios financieros. De continuar esta tendencia las operaciones transnacionales podrían verse obstaculizadas, lo que no deja de ser paradójico para un sector en el que la tecnología permite superar las barreras geográficas.

---

279. Oxera (2015).

280. Herrera (2016).

Finalmente, reiteramos que aunque el sector no está generando todavía riesgo sistémico, podría hacerlo en el futuro por su crecimiento, su vinculación con el sector financiero tradicional y las divergencias normativas entre países. De hecho, la Junta de Riesgo Sistémico de la Unión Europea ha anunciado que a partir de 2016 vigilará la evolución del *fintech*, en el que entendemos que debe estar incluido el crowdfunding. La consideración de la financiación participativa como sistémica podría suponer un freno a su crecimiento, en tanto es probable que se impongan requisitos prudenciales más costosos. En todo caso, de darse esta situación, no cabría duda de que el crowdfunding realmente habría llegado a tener un papel relevante en la financiación de las empresas.

## Bibliografía

- Agrawal, A. K., Catalini, C., Goldfarb, A. (2013): Some simple economics of crowd-funding. Working paper 19133, NBER working paper series. Cambridge, MA.  
<http://www.nber.org/papers/w19133.pdf>
- Akerlof, G. (1970): The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics* (The MIT Press) number 84.
- Autoridad Europea de Valores y Mercados (2014): Opinion on Investment-based crowdfunding.  
[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378\\_opinion\\_on\\_investment-based\\_crowdfunding.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf)
- Comissão do Valores Mobiliários (2016): Edital de audiência pública SDM nº 06/2016.  
[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/ane-xos/2016/sdm0616edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/ane-xos/2016/sdm0616edital.pdf)
- Comisión Europea (2015a): Green paper: Building a Capital Markets Union.  
<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=COM:2015:63:FIN&rom=EN>
- Comisión Europea (2015b): Crowdfunding: mapping EU markets and events study. Trabajo elaborado por Crowdsurfer Ltd. y Ernst & Young Llp.  
[http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/20150930-crowdfunding-study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/20150930-crowdfunding-study_en.pdf)
- Comisión Europea (2016): Crowdfunding in the EU Capital Markets Union. Staff working document.  
[http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf)
- Cuesta, C., Fernández de Lis, S., Roibas, I., Rubio, A., Ruesta, M., Tuesta, D., Urbio-la, P. (2014): Crowdfunding en 360°: alternativa de financiación en la era digital. BBVA Research.  
[https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2015/01/Observatorio\\_crowdfunding.pdf](https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2015/01/Observatorio_crowdfunding.pdf)
- Cunningham, W. M. (2012): The JOBS Act: Crowdfunding for small businesses and startups. Apress.
- Financial Conduct Authority (2014): The FCA's regulatory approach to crowd-funding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media. Feedback to CP13/13 and final rules.  
<http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-04.pdf>
- Herrera, D. (2015): "Financiamiento alternativo: cambio y regulación". *Revista Ibe-roamericana del Mercado de Valores*, nº 45.
- Herrera, D. (2016): Alternative Finance (Crowdfunding) Regulation in Latin America and the Caribbean. A balancing Act. Inter-american Development Bank.

[https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/7837/Alternative-Finance-\(Crowdfunding\)-Regulation-in-Latin-America-and-the-Caribbean-A-Balancing-Act.pdf](https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/7837/Alternative-Finance-(Crowdfunding)-Regulation-in-Latin-America-and-the-Caribbean-A-Balancing-Act.pdf)

- Information for Development Program, Banco Mundial (2013): Crowdfunding's Potential for the Developing World. Elaborado por Information for Development Program.  
[http://www.infodev.org/infodev-files/wb\\_crowdfundingreport-v12.pdf](http://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf)
- Junta de Estabilidad Financiera (2013): Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: An Overview of Policy Recommendations.  
<http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-04.pdf>
- Kirby, E., Worner, S. (2014): Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast. Staff Working Paper of the IOSCO Research Department.  
<http://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>
- Massolution (2015): Crowdfunding industry report.
- Ministerio de Hacienda de Colombia-Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (2016): Documento de consulta: Alternativas de regulación del crowdfunding.  
[http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP\\_MHCP\\_WCC-049581%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased](http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP_MHCP_WCC-049581%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased)
- Oxera (2015): Crowdfunding from an investor perspective.  
[http://ec.europa.eu/finance/finservices-retail/docs/fsug/papers/160503-study-crowdfunding-investor-perspective\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/finservices-retail/docs/fsug/papers/160503-study-crowdfunding-investor-perspective_en.pdf)
- Robles Peiro, R. H. (2015): "Crowdfunding: razones para regularlo". *Revista Iberoamericana del Mercado de Valores*, nº 45.
- Rodríguez de las Heras, T. (2013): "El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos". *Revista Pensar en Derecho*, nº 3. Buenos Aires, Argentina.  
<http://www.derecho.uba.ar/publicaciones/pensar-en-derecho/revistas/3/el-crowdfunding-una-forma-de-financiacion-colectiva-colaborativa-y-participativa-de-proyectos.pdf>
- Talavera Insfrán, L. M. (2015): "Crowdfunding en el Paraguay. Éxitos y fracasos". *Revista Iberoamericana del Mercado de Valores*, nº 45.
- Vargas, F., Dasari, J., Vargas, M. (2015): Understanding crowdfunding: The SEC's new crowdfunding rules and the universe of public-fund raising. *Business Law today*.  
[http://www.americanbar.org/publications/blt/2015/12/03\\_vargas.html](http://www.americanbar.org/publications/blt/2015/12/03_vargas.html)
- Wardrop, R., Rosenberg, R., Zhang, B., Ziegler, T., Squire, R., Burton, J., Arenas Hernández, E., Garvey, K. (2015): Breaking new ground: The Americas alternative finance benchmarking report.  
[https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user\\_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-americas-alternative-finance-benchmarking-report.pdf](https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-americas-alternative-finance-benchmarking-report.pdf)

- Zhang, B., Baeck, P., Ziegler, T., Bone, J., Garvey, K. (2016): Publishing boundaries: the 2015 UK Alternative Finance Industry Report. Cambridge Center for Alternative Finance y Nesta.  
[https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/pushing\\_boundaries\\_0.pdf](https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/pushing_boundaries_0.pdf)
- Zunzunegui, F. (2015): "Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)". Revista de Derecho del Mercado Financiero. *Working Paper* 3/2015.  
[http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2015/07/zunzunegui-wp-3\\_2015-regimen-juridico-de-las-plataformas-de-financiacion-participativa.pdf](http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2015/07/zunzunegui-wp-3_2015-regimen-juridico-de-las-plataformas-de-financiacion-participativa.pdf)