

CUNEF

COLEGIO UNIVERSITARIO DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

**MASTER UNIVERSITARIO DE ACCESO
A LA PROFESIÓN DE ABOGADO
TRABAJO FIN DE MÁSTER**

EL CROWDFUNDING COMO MÉTODO DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

Alumno: Eva Bueno Paramio

Tutor: José David Ortega Rueda

Curso académico: 2017-2018

Madrid, 2 de febrero de 2018

ÍNDICE DE CONTENIDO

ÍNDICE DE CONTENIDO	7
RESUMEN / ABSTRACT	9
ÍNDICE DE ABREVIATURAS	11
INTRODUCCIÓN	13
1. ANTECEDENTES HISTÓRICOS	15
1.1 LOS ORÍGENES DEL CROWDFUNDING: EL CROWDSOURCING.....	15
1.2 APARICIÓN DEL CROWDFUNDING O <i>CROWD</i> FINANCIERO.....	16
2. CARACTERIZACIÓN DEL CROWDFUNDING	19
2.1 CONCEPTO.....	19
2.2 ESTRUCTURA DEL CONTRATO.....	20
2.2.1 <i>Ámbito objetivo</i>	20
2.2.2 <i>Ámbito subjetivo</i>	20
2.3 CARACTERÍSTICAS DE LAS PLATAFORMAS CROWDFUNDING.....	21
2.4 TIPOS DE CONTRATOS Y SU NATURALEZA JURÍDICA.....	23
2.4.1 <i>Crowdfunding de donación (Donation Based Crowdfunding)</i>	23
2.4.2 <i>Crowdfunding de recompensa (Reward-based Crowdfunding)</i>	23
2.4.3 <i>Crowdfunding de préstamo (Crowdlending)</i>	25
2.4.4 <i>Crowdfunding de inversión (Equity Crowdfunding)</i>	26
2.5 FORMACIÓN DEL CONTRATO.....	26
3. EL CUMPLIMIENTO DEL CONTRATO Y RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD POR INCUMPLIMIENTO DEL MISMO	29
4. REGULACIÓN APLICABLE AL CONTRATO DE CROWDFUNDING EN ESPAÑA	33
4.1 LEY 5/2015, 27 DE ABRIL DE FOMENTO DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL.....	33
4.1.1 <i>Régimen de las plataformas de financiación participativa</i>	33
4.1.2 <i>El régimen de los promotores y los proyectos</i>	35
4.1.3 <i>Régimen del inversor: protección</i>	36
4.2 REGULACIÓN POR LA CNMV.....	37
5. DERECHO COMPARADO	39

5.1 LA REGULACIÓN DEL CROWDFUNDING EN LA UNIÓN EUROPEA.....	39
5.1.1 Reino Unido.....	39
5.1.2 Italia.....	40
5.1.3 Francia.....	41
5.1.4 Alemania.....	42
5.2 LA REGULACIÓN DEL CROWDFUNDING EN ESTADOS UNIDOS.....	43
6. DIFERENCIAS ENTRE EL CROWDFUNDING Y OTROS MODELOS DE FINANCIACIÓN.....	45
6.1 PRÉSTAMOS BANCARIOS.....	45
6.2 PRÉSTAMOS PARTICIPATIVOS.....	45
6.3 BUSINESS ANGELS.....	46
6.4 CAPITAL RIESGO.....	46
6.5 SOCIEDADES LIMITADAS DE FORMACIÓN SUCESIVA.....	47
6.6 SUBVENCIONES.....	47
7. RIESGOS Y PROBLEMAS DEL CROWDFUNDING. EL BLANQUEO DE CAPITALES.....	49
7.1 VENTAJAS E INCONVENIENTES DEL CROWDFUNDING.....	49
7.2 PRINCIPALES RIESGOS DEL CROWDFUNDING.....	50
7.3 EL BLANQUEO DE CAPITALES COMO PROBLEMA PRINCIPAL.....	51
8. PUNTOS DE MEJORA.....	53
CONCLUSIONES.....	55
BIBLIOGRAFÍA.....	57
A. DOCTRINA.....	57
a) Libros.....	57
b) Revistas.....	57
c) Recursos telemáticos.....	58
B. LEGISLACIÓN.....	60
C. JURISPRUDENCIA.....	60

RESUMEN

El propósito de esta investigación consiste en examinar, desde un punto de vista jurídico, el instrumento del crowdfunding como método alternativo a la financiación empresarial. A tal fin, comenzaremos realizando un análisis hermenéutico del concepto de crowdfunding con el propósito de entender su funcionamiento y su alcance en el sistema de Derecho español. El régimen jurídico de este modelo de financiación se encuentra recogido en la Ley 5/2015 de 27 de abril de Fomento de la Financiación Empresarial, si bien no es tratado con excesiva exhaustividad, centrándose en los tipos de crowdfunding de préstamo y de inversión. Para un completo estudio del tema, atenderemos a la regulación de este término en el Derecho comparado. Asimismo, demostraremos las ventajas que tiene la financiación colectiva haciendo una comparación con los modelos tradicionales. Tras este análisis valoraremos los riesgos, ventajas e inconvenientes y la oportunidad y el alcance que podría tener una regulación más completa del crowdfunding.

Palabras clave: Crowdfunding, micromecenazgo, financiación en masa, crowdsourcing, financiación alternativa, plataformas de financiación participativas, inversor, promotor.

ABSTRACT

The purpose of this paper is to study, from a juridical point of view, the crowdfunding tool as an alternative for business funding. Having this in mind, we will begin by doing a hermeneutical analysis of the crowdfunding concept with the goal of understanding how it works and its reach on the Spanish Law system. The legal status of this financing model is enclosed on the April 27th Law 5/2015 of promotion of business financing, and even though it is not treated exhaustively, it focuses on the different types of crowdfunding loans and investments. For a more detail analysis of this topic, we will use the regulation of this term on the Comparative Law. Moreover, we will prove the advantages that the collective funding has, comparing it with the traditional methods. After this analysis we will assess the risk, advantages and disadvantages, the opportunities and impact that the creation of a more complete regulation of crowdfunding could have.

Keywords: Crowdfunding, crowdsourcing, alternative financing, participative financing platform, investor, promoter.

ÍNDICE DE ABREVIATURAS

CC	Código Civil
CIP	Conseil en Investissement Participatif
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CONSOB	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
CP	Código Penal
EEUU	Estados Unidos
ESMA	European Securities and Markets Authority
FCA	Financial Conduct Authority
IFP	Intermediaries en Finacement Participatif
JOBS	Jumpstart our Business Startups
LFEE	Ley 5/2015 de 27 de abril de Fomento de la Financiación Empresarial
LMV	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MiFID	Market in Financial Instruments Directive
ONG	Organización No Gubernamental
PFP	Plataformas de Financiación Participativa
SEC	Security and Exchange Commision
UE	Unión Europea
UK	United Kingdom

INTRODUCCIÓN

«Si un mecenas le compra a un artista que necesita dinero (necesita dinero para comprar herramientas, tiempo, comida), el mecenas se iguala entonces al artista; introduce arte en el mundo; crea».

Ezra Pound

Algunos de los mayores avances que ha contemplado la humanidad han nacido en momentos de necesidad. En lo que llevamos de siglo, uno de los mayores retos a los que hemos tenido que hacer frente ha sido la grave crisis financiera que ha azotado los mercados a nivel mundial y que en España se ha dejado sentir en una muy complicada situación en el sector bancario. Ello ha paralizado el mundo financiero, un ámbito imprescindible para el buen funcionamiento tanto de la sociedad como del universo empresarial. Esta crisis, sin embargo, ha supuesto una oportunidad impensable hasta ese preciso instante: la posibilidad de que la sociedad ocupe el lugar del sector financiero y participe, directamente, en los proyectos empresariales. Lo anterior, unido al desarrollo tecnológico de las últimas décadas, el gran avance de las telecomunicaciones, y las posibilidades que ofrece Internet, ha desembocado en un fenómeno de financiación que conocemos como crowdfunding («financiación colectiva» en terminología anglosajona) o micromecenazgo, mediante el cual cualquier persona, independientemente del lugar donde se encuentre, puede conocer un proyecto determinado y, de interesarse por él, realizar una aportación económica. En algunos supuestos puede perseguir una contraprestación –ya sea bajo la forma de un producto o servicio– o, en otros muchos casos, puede tratarse de un acto de mera liberalidad, debido sólo al hecho de querer sentirse partícipe de una propuesta.

En la presente investigación, se hará un análisis detallado de cómo el crowdfunding ha surgido para responder a los grandes problemas que se han producido en las economías modernas y se ha situado de esta manera como una alternativa a las formas tradicionales de conseguir financiación. Nuestra pretensión es realizar un estudio sobre este extremo, a fin de responder una cuestión fundamental: si nuestro derecho se adecúa o no a este nuevo instrumento jurídico, observando si sería posible llevar a término una regulación más completa o que, al menos, atienda adecuadamente a la realidad del contrato de crowdfunding.

Para ello, el trabajo se sistematiza en varias partes. En la primera de ellas abordamos un estudio introductorio que contextualiza el reciente concepto de crowdfunding, sus elementos definitorios y los principales modelos de este tipo de financiación.

En un segundo término, nos centraremos en la primera previsión normativa que se ha hecho del crowdfunding en nuestro ordenamiento: la *Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial* que, regula junto a otras formas de financiación, las modalidades en las que está presente un componente inversor. A este respecto se estudia la responsabilidad de las plataformas y la protección jurídica de los sujetos involucrados en la operación.

La tercera parte se centra en el análisis de la norma que actualmente regula la financiación colectiva en nuestro país, la ya mencionada Ley, con un particular detenimiento en los requisitos que deben cumplir los sujetos para poder acceder a la financiación en masa. Asimismo, se ha abordado el control que ejerce la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el marco del crowdfunding de inversión, ya sea

instrumentalizado mediante acciones, participaciones, obligaciones o préstamos. Para concluir esta tercera parte, se hará mención a los principales modelos normativos de Derecho Comparado, centrándonos esencialmente en el de Reino Unido, Italia, Francia, Alemania y Estados Unidos.

Finalmente, para culminar nuestro desarrollo, se ha considerado importante hacer una comparativa con otros modelos de financiación tradicionales, cuyo objetivo principal ha sido demostrar las ventajas que tiene la financiación colectiva frente a cualquier otro modelo. A mayor abundamiento, a modo de preludio para la conclusión y como crítica constructiva a este modelo, hemos entrado a valorar los riesgos y problemas que entraña para los empresarios la financiación en masa, proponiendo una serie de aspectos que, quizás en un futuro, puedan llegar a mejorarse.

1. ANTECEDENTES HISTÓRICOS

1.1 LOS ORÍGENES DEL CROWDFUNDING: EL CROWDSOURCING

Para contextualizar el concepto de crowdfunding, debemos atender primeramente al denominado *crowdsourcing* y es que el primero no tiene ningún sentido sin el segundo, pues se encuentra enmarcado en este último.

En este sentido, SCHWIENBACHER, BELLEFLAMME Y LAMBERT señalan que el crowdfunding puede ser visto como una parte del amplio concepto de crowdsourcing, que se refiere al uso de la «multitud» para la obtención de ideas, información y soluciones para el desarrollo de actividades empresariales¹.

El crowdsourcing es la llamada externalización de tareas de una empresa mediante una convocatoria abierta (*outsourcing*) para obtener la colaboración de un colectivo de personas o grupos de profesionales (*crowd*) en la realización de actividades relevantes para la producción. Es decir, este modelo de participación colectiva invita a que un conjunto de personas indeterminadas colabore para solucionar problemas complejos con la aportación de ideas innovadoras².

El poder de las multitudes surge hace más de un siglo a partir del análisis del comportamiento de colectivos que participan en un objetivo común.

La primera referencia a esto, la encontramos en 1906. SUROWIECKI gran defensor de la inteligencia colectiva, cuenta en su libro *The Wisdom of Crowds*, la historia ocurrida a Francis Galton, un escéptico del sufragio universal que opinaba que el juicio arrojado por las masas era siempre erróneo y que las decisiones debían ser tomadas por los más expertos del grupo. En 1906, Galton visitó una feria de ganado donde se invitó a los aldeanos a que tratasen de adivinar el peso de un buey. Participaban alrededor de 800 personas, de los cuales la mayoría no eran especialistas en ganado. Finalizado el concurso, Galton recogió todas las papeletas y realizó la media de las estimaciones de todos los participantes, pensando que ésta estaría muy desviada del peso real. La solución le asombró cuando comprobó que el peso real del buey era 1198 libras, y el peso obtenido por media aritmética fue de 1197 libras. En este experimento, la media aritmética representaba la inteligencia colectiva, por lo que de aquí se desprende que el grupo en su conjunto aportó una solución más correcta que la dada por el más inteligente y experto del grupo. Esta anécdota es una de las primeras referencias que hay respecto a la posibilidad de averiguar la verdad gracias al poder de la multitud³.

El nacimiento del concepto de crowdsourcing como tal, lo da JEFF HOWE, periodista y autor del artículo *The Rise of Crowdsourcing*, en la revista *Wired* en 2006. Howe lo definió como una externalización que hace una empresa o una institución de una

¹Definición extraída de LÓPEZ-GOLÁN, M. y CAMPOS-FREIRE, F. (2017). «Crowdfunding: A Possible Complementary Funding Model». En ROCHA, A., CORREIA, A.M., ADELI, H., REIS, L. y COSTANZO, S. (dirs.). *Recent Advances in Information System and Technologies, Volumen 3*. Switzerland: Springer, p. 18.

²KLEEMANN, F., GÜNTER, G. Y RIEDER, K. (2008). «Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing». En *Science, Technology & Innovation Studies*, Vol. 4, nº1, p.6.

³SUROWIECKI, J. (2005). *The Wisdom of Crowds*, Nueva York: Anchor Books, pp. 11-14.

función realizada por un empleado a un grupo indefinido de personas mediante una convocatoria abierta⁴.

Asimismo, autores como BRABHAM, lanzaron otra definición de crowdsourcing, definiendo este como un modelo estratégico utilizado para atraer a una multitud interesada de individuos que fuese capaz de proporcionar mejores soluciones y en mayor número de las que lo hacían las formas de negocio tradicionales⁵.

Ahondando un poco más en la definición de crowdsourcing, hay que hacer una mención obligada a ESTELLÉS-AROLAS y GONZÁLEZ-LADRÓN DE GUEVARA, pues han establecido una definición de crowdsourcing en el siguiente sentido: «El crowdsourcing es un tipo de actividad online participativa en la que una persona, institución, organización sin ánimo de lucro o empresa, propone a un grupo de individuos mediante una convocatoria abierta flexible la realización libre y voluntaria de una tarea. La realización de la tarea, de complejidad y modularidad variable, y en la que la multitud debe participar aportando su trabajo, dinero, conocimiento y/o experiencia, siempre implica un beneficio mutuo. El usuario recibirá la satisfacción de una necesidad concreta, ya sea ésta económica, de reconocimiento social, de autoestima, o de desarrollo de aptitudes personales, mientras que el crowdsourcer obtendrá y utilizará en su beneficio la aportación del usuario, cuya forma dependerá del tipo de actividad realizada»⁶. De esta definición puede extraerse una de las principales características que definen lo que hasta ahora se ha entendido únicamente como una forma de colaboración de una multitud de personas, pues dichos autores señalan que se trata, además, de un tipo de actividad online, por lo que ya se establece internet como el medio para difundir la tarea.

En definitiva, estos argumentos proclaman el crowdsourcing como un modelo de producción y resolución de problemas propuestos por una persona, institución, organización o empresa, para que un grupo de personas que sean aficionadas, voluntarios o empresas, sugieran soluciones o mejoren las ya propuestas. En ocasiones las soluciones aportadas son recompensadas de diferente manera, puede ser de manera económica o en forma de premios, y en otras ocasiones la recompensa se basa en el prestigio de haber aportado la mejor solución, o la propia satisfacción intelectual.

El tipo más popular de crowdsourcing es el crowdfunding o financiación colectiva.

1.2 APARICIÓN DEL CROWDFUNDING O *CROWD* FINANCIERO

La donación y el mecenazgo han sido a lo largo de la historia una de las principales vías para financiar proyectos de todo tipo: culturales, sociales e incluso guerras y expediciones. Sin embargo, el crowdfunding como fenómeno económico es muy

⁴ HOWE, J. (2006). «The Rise of Crowdsourcing». Revista Wired. Recurso on-line, disponible en <<https://www.wired.com/2006/06/crowds/>> (Última consulta: 13 de enero de 2018).

⁵ BRABHAM, D. (2013). *Crowdsourcing*. Cambridge: The MIT Press, p. 1.

⁶ ESTELLÉS-AROLAS, E. y GONZÁLEZ-LADRÓN DE GUEVARA, F. (2012) «Towards an integrated *crowdsourcing* definition.». Journal of Information Science (aceptado y pendiente de publicación). Recurso on-line, disponible en <http://www.crowdsourcing-blog.org/wp-content/uploads/2012/02/Towards-an-integrated-crowdsourcing-definition-Estellés-González.pdf> (Última consulta: 13 de enero de 2018).

reciente. A pesar de ello, no se puede decir que el crowdfunding sea un concepto o una nueva forma de financiación⁷.

Cabe destacar que uno de los antecedentes más significativos de este tipo de financiación tuvo lugar en Nueva York, en 1884, con el regalo de la Estatua de la Libertad por parte de los franceses a Estados Unidos (en adelante, EEUU). La construcción de la Estatua estaba en proceso, cuando los estadounidenses encargados de reunir los fondos necesarios para su emplazamiento, habían obtenido menos de la mitad de lo necesario, por lo que se quedaron sin recursos para terminar parte del pedestal sobre el que se apoyaría la estatua. Joseph Pulitzer, a través de su periódico *The World*, inició una campaña en la que pedía a la población neoyorquina que contribuyese a financiar el pedestal con la cantidad que cada cual pudiese aportar. La campaña tuvo tal éxito que en poco más de cinco meses se lograron reunir los 100.000 dólares necesarios que para terminar de construir el pedestal. Puede calificarse este hecho como el primer caso de crowdfunding moderno ya que se utilizó un medio de comunicación de masas para llegar a la gente.

En el terreno patrio, fue el grupo de rock Extremoduro el que, en 1987, consiguió financiar el lanzamiento de su primer disco mediante la venta de vales de 1.000 pesetas. Ofertaban a cambio la posibilidad de adquirir el disco una vez se publicara y que aquellas personas que habían participado formasen parte de los agradecimientos. Consiguieron reunir 250.000 pesetas, unos 1.500 euros aproximadamente. Probablemente, este grupo fuese uno de los primeros grupos musicales que utilizó esta forma de financiación tan novedosa en España.

A finales del siglo XX, la expansión de Internet fue un factor fundamental que permitió desarrollar los primeros proyectos basados en la financiación colectiva. Uno de los más antiguos que utilizó este método para la financiación de su gira por EEUU fue el grupo británico *Marillion*, pues en 1997 consiguió financiarse a través de las donaciones que obtuvo tras hacer una campaña por Internet. Durante los siguientes años surgieron puntualmente en Internet otras iniciativas que solicitaban colaboración económica para desarrollar proyectos o ideas: eran las primeras formas de crowdfunding en el sentido moderno.

Sin embargo, no fue hasta el año 2008 cuando se acuñó la palabra como tal. Los primeros en hacerlo fueron JEFF HOWE y MARK ROBINSON en el artículo titulado *The Rise of Crowdfunding*. La palabra surge de la unión de los vocablos ingleses: *crowd*, que significa multitud y *funding*, que significa financiación.

El culmen del crowdfunding lo vemos en 2009, con el nacimiento en EEUU de la primera plataforma web dedicada al crowdfunding. A partir de ese momento, comienzan a desarrollarse plataformas dedicadas a la financiación de gran variedad de proyectos y el término crowdfunding ha ido progresando de manera sustancial hasta nuestros días, siendo su punto de inflexión el año 2011.

Ya son muchos los proyectos que han sido financiados con éxito mediante este nuevo concepto y no dejan de aumentar. Tanto es así que muchos países ya tienen su propia legislación respecto a este tipo de plataformas web: es el caso de EEUU, Alemania o Francia. La regulación del crowdfunding en España es más reciente, concretamente fue el 16 de abril de 2015, cuando el congreso aprobó la Ley de Fomento de la Financiación

⁷SÁNCHEZ, M. (2015). «Crowdfunding y la economía de Internet». Revista de Análisis Financiero, nº 127. Pp. 1-12.

Empresarial que regula el funcionamiento de las plataformas dedicadas al crowdfunding.

En definitiva, el principal motivo por el que el crowdfunding ha adquirido en los últimos años una fama incuestionable se debe principalmente a la incapacidad del sector de servicios financieros de atender la demanda de financiación del pequeño y mediano empresario para la realización de sus proyectos, proyectos artísticos, culturales, y de investigación científica. Este fenómeno ha sido la consecuencia de la reducción de la actividad prestataria y el endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación por parte de las entidades bancarias, todo ello propiciado por el escenario de crisis económica por el que nos hemos visto afectados.

El crowdfunding representa, por tanto, una nueva e importante oportunidad para acceder a la financiación de todo tipo de actividades empresariales contribuyendo, además, a la recuperación económica de nuestro país.

2. CARACTERIZACIÓN DEL CROWDFUNDING

2.1 CONCEPTO

El término anglosajón crowdfunding está formado por *crowd* (multitud) y *funding* (financiación) y aunque el uso cotidiano de esta palabra ha hecho que se incorpore a nuestra lengua como tal, su traducción más usual al castellano es financiación en masa, financiación colectiva, microfinanciación colectiva o micromecenazgo, entre otros.

El concepto de mecenazgo ha existido a lo largo de toda la historia y prácticamente durante todas las épocas. Los mecenas se han encargado siempre de ser los protectores de las artes, las ciencias y las letras, pues patrocinaban a los artistas, literatos o científicos con el único fin de que estos pudiesen desempeñar sus obras. Gracias a la generosidad de mecenas como los Medici podemos disfrutar en la actualidad de obras de arte como las de Botticelli, Leonardo da Vinci o Miguel Ángel. El mecenazgo hoy en día sigue existiendo y, en pleno siglo XXI, ha dado pie a nuevas fórmulas de financiación de proyectos e ideas apoyándose en Internet como canal de comunicación.

HOWE fue el primer autor en utilizar el término crowdfunding, como un tipo de financiación que emplea medios colectivos, permitiendo a grandes grupos de gente reemplazar bancos y otras instituciones.

En esta misma línea, los autores SCHWIENBACHER y LARRALDE también hacen referencia al crowdfunding como una forma de financiación de un proyecto o empresa por un grupo de individuos en lugar de profesionales, como los bancos o inversores de negocio⁸.

ERIC RIVERA, por su parte, amplía el concepto señalando que «la financiación colectiva consiste en la puesta en marcha de proyectos mediante aportaciones económicas de un conjunto de personas. La financiación o el colectivo puede ser todo lo grande que requiera el proyecto y que permitan las leyes del país en que se realiza»⁹.

De estas definiciones se extrae, por tanto, que un requisito esencial para la existencia del crowdfunding es la presencia de una actividad de financiación colaborativa y colectiva en la que promotores de proyectos, mediante convocatoria abierta y pública soliciten y reciban financiación de particulares. La participación colectiva se traduce en la puesta en común de recursos de financiación para apoyar proyectos iniciados por terceros¹⁰.

En este sentido, Internet, en cuanto elemento básico de la globalización, ha supuesto un impulso para el crowdfunding, pues este canal de comunicación está permitiendo que, tras las restricciones de los gobiernos para obtener crédito bancario, personas con iniciativas empresariales, culturales, educativas o humanitarias tengan la posibilidad de conseguir los fondos necesarios a través de páginas web, para llevar a cabo un proyecto o una idea, mediante aportaciones realizadas por una pluralidad de personas, y de un modo rápido.

⁸SCHWIENBACHER, A. Y LARRALDE, B. (2010). «Crowdfunding of small entrepreneurial ventures». En CUMMING, D. (Ed.), *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*. Oxford University Press, p. 4.

⁹RIVERA, E. (2012). *Op. Cit*, pp. 37 ss.

¹⁰CAMACHO, S (2016): «El crowdfunding: régimen jurídico de la financiación participativa en la ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial». Revista Cesco nº 17 año 2016, p.86.

2.2 ESTRUCTURA DEL CONTRATO

Independientemente del tipo de operación de financiación mediante crowdfunding que se elija, es necesario comenzar por su doble dimensión, pues por un lado está el ámbito objetivo del contrato, esto es, cuál es su finalidad y por qué se creó el crowdfunding y por otro, su ámbito subjetivo, es decir, qué sujetos lo componen y como están interrelacionados:

2.2.1 *Ámbito objetivo*

De las precisiones realizadas hasta el momento, se deduce que la finalidad de este tipo de contratos es la financiación alternativa, entendida como una forma de ahorro mediante aportaciones de individuos particulares que tienen la necesidad de aportar dinero para una finalidad concreta.

El crowdfunding se creó, como se ha señalado, como una alternativa a los préstamos bancarios para poder financiar de forma colectiva un proyecto, servicio o producto, pues los bancos exigían para la concesión de estos préstamos una serie de requisitos, a veces imposibles de cumplir por los promotores.

El también llamado micromecenazgo, no sólo sirve para financiar empresas, sino que su puede ser usado para muchos más fines, como benéficos y culturales; o incluso se ha llegado a utilizar el crowdfunding para financiar campañas políticas.

La Comisión europea señala, además que, al utilizar el poder de la comunidad, este modelo puede llegar a obtener información útil sobre el mercado y acceder a nuevos clientes que colaboren a su vez con otros proyectos, creando una red perfectamente definida. La financiación colectiva es una herramienta que no para de crecer¹¹.

2.2.2 *Ámbito subjetivo*

En segundo lugar, hay que hacer referencia al entramado de relaciones jurídicas que se entablan entre tres sujetos partícipes del contrato:

1) *Los promotores*: Serán los titulares del proyecto o idea para la que se busca financiación. Puede ser persona física o jurídica, que busque y solicite financiación participativa para un determinado proyecto. De este modo, será también el receptor de las aportaciones obtenidas.

Cuando se habla de personas jurídicas, deben hacerse matizaciones dependiendo del tipo de crowdfunding que se elija, por lo que se hará hincapié en ello, una vez que se desarrollen los tipos de financiación que hay.

¹¹COMISIÓN EUROPEA (2018). *Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs*. Recurso on-line, disponible en: <https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide/what-is/explained_en> (última consulta: 13 de enero de 2018).

2) *Los crowdfunders, inversores o colaboradores*: Serán aquellos sujetos que puedan financiar una actividad o proyecto por medio de crowdfunding. La propia esencia del contrato implica que cualquier persona física o jurídica puede realizar las aportaciones, ya que la finalidad del mismo es que la financiación se realice por un conjunto de personas, el *crowd*.

Los participantes ofrecen esta financiación mediante una aportación particular cuyo destino es el proyecto promocionado en la plataforma.

1) *Las plataformas de financiación*: Es un mediador entre los promotores y los inversores. Pueden ser páginas web u otros medios tecnológicos, en la que se anuncian los proyectos que requieren financiación. Para ello, es necesario que estas páginas reúnan una serie de requisitos como pueden ser, una descripción de las características del proyecto que se va a financiar, si hay contraprestación del algún tipo, cuál será el período de tiempo en el que se podrán realizar las aportaciones, entre otras, que permitan el conocimiento del proyecto por parte de las personas físicas o jurídicas que van a aportar financiación.

Es importante destacar que, las plataformas crowdfunding no son personas físicas o jurídicas, sino un medio, cuyo titular sí que puede ser una persona física o jurídica, que sirve para realizar mediante ellas la función de intermediación, al ser la parte principal de la organización orientada a promocionar el producto, y a facilitar las inversiones¹².

Cabe traer a colación las llamadas Plataformas de Financiación Participativa (en adelante, PFP), pues el artículo 48 de la Ley 5/2015 de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial (en adelante, LFFE), las define como «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»¹³.

Sin embargo, tal y como CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO y MORENO SERRANO señalan en su libro, estas plataformas no serían plataformas de crowdfunding como tal, ni empresas autorizadas, sino que las PFP sería la calificación que se le da a las sociedades de capital que cumplen con los requisitos establecidos en la LFFE para realizar las actividades de crowdfunding de inversión en ella señalados, como son los préstamos con interés, obligaciones y *equity*, de los que se hablará más adelante. La LFFE ha hecho que los titulares de plataformas que no son de inversión, como son las de donaciones o préstamos sin interés, carezcan de regulación, por no tener la calificación de PFP, lo que ha creado una mayor inseguridad jurídica¹⁴.

2.3 CARACTERÍSTICAS DE LAS PLATAFORMAS CROWDFUNDING

Cuando hablamos de las características del crowdfunding financiero debemos centrarnos principalmente en las características de las plataformas de crowdfunding

¹²MORENO SERRANO, E. (2016). «Configuración jurídica del “crowdfunding” como forma alternativa de financiación». En MORENO SERRANO, E. y CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L. (Coord.) *Crowdfunding: Aspectos Legales*. Cizur Menor: Thomson Reuters, pp. 60 y 61.

¹³ Artículo 48 de la Ley 5/2015 de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial.

¹⁴MORENO SERRANO, E. (2016). *Op. Cit*, p. 60.

pues, son estas las que permiten que pueda celebrarse el contrato entre los promotores y los *crowdfunders*. Hemos de destacar ocho características:

1) *Publicidad y mediación*: Nos encontramos ante un contrato de mediación o corretaje que no responde a otra cosa que no sea la necesidad social de facilitar la aproximación entre los que pretenden concluir un negocio jurídico determinado, poniendo en relación a personas físicas o jurídicas. Pues bien, el artículo 51 de la LFFE, cuando habla de las plataformas de financiación participativa o PFP, señala que son las encargadas del servicio de recepción, selección y publicación de proyectos y el desarrollo, establecimiento y explotación de canales de comunicación y que además, se encargan de la contratación de la financiación entre promotores e inversores, enmarcando la actividad siempre desde el punto de vista contractual y dentro del ámbito de los contratos de colaboración y gestión de intereses ajenos. Es por tanto incuestionable que se trata de una actuación empresarial compleja, ya que esta labor de intermediación se encuentra a su vez cualificada por el medio electrónico, lo que a su vez hace que tenga más repercusión aun si cabe entre inversores y promotores¹⁵.

2) *Variedad de proyectos*: Las plataformas de crowdfunding actúan, como hemos explicado, como un lugar de encuentro entre los inversores y los que quieren conseguir financiación. Estos disponen de un espacio, similar a los perfiles de las redes sociales, donde describen y promocionan su idea para atraer la financiación necesaria para hacerla realidad. Asimismo, los inversores por su parte tienen a su disposición un amplio catálogo de proyectos, donde pueden aportar fondos y así, obtener o no, una rentabilidad.

3) *Intermediación entre inversores y promotores*: Las plataformas ofrecen diversos servicios de intermediación, como son gestión de los contratos o de los pagos y cobros. A cambio reciben una remuneración a través de comisiones que se aplican tanto a los inversores como a los promotores.

4) *Reducción de los costes de transacción*: La información facilitada en las plataformas digitales permite asociar rápidamente la necesidad de capital con la capacidad de financiación, siendo de este modo, mucho más eficientes. Gracias a ello, no solo se reducen en gran medida los costes de transacción, sino que se traduce en ganancias.

5) *Clasificación de los proyectos*: Determinadas plataformas de crowdfunding catalogan los proyectos en función del riesgo, una vez se ha evaluado la solvencia del prestatario o la viabilidad de la iniciativa empresarial. Sin embargo, las plataformas no asumen responsabilidades derivadas de dicha evaluación.

6) *Gestión de riesgos a través de la diversificación*: En este tipo de financiación el riesgo se reparte entre todos los inversores que han colaborado con el proyecto, con el único fin de diversificar los riesgos financieros.

7) *Responsabilidad muy limitada*: Las plataformas crowdfunding no suelen implicarse directamente en la actividad financiera de la inversión. Son los inversores o el emprendedor del proyecto el que asume tanto el riesgo de solvencia como el de liquidez.

8) *Inspiración en modelos de financiación tradicionales*: En general, las plataformas trasladan modelos de financiación tradicionales a un escenario donde la financiación

¹⁵RODRÍGUEZ MASEDA, J.C. (2015). «Las plataformas de financiación participativa. El crowdfunding como alternativa para la desbancarización de la economía española». E-Dictum, nº 48, año 2015, p.2.

proviene de una multitud de participantes, en vez de ser aportada por una única entidad o un grupo de inversores más reducido¹⁶.

2.4 TIPOS DE CONTRATOS Y SU NATURALEZA JURÍDICA

Para hacer una clasificación de los tipos de crowdfunding que existen actualmente, se utiliza el criterio de la contraprestación del colectivo que participa, es decir, si existe o no retribución del *crowdfunder*. En el caso de que esta exista, se ordenará según el tipo de remuneración en que ésta consista. Hoy en día, hay que señalar que existen cuatro tipologías de crowdfunding. Según MIGUEL ÁNGEL ROBLES, de forma genérica, se distinguen el crowdfunding de donaciones, de recompensas, de préstamos y de inversiones, englobados a su vez en dos grandes grupos; por un lado, donaciones o recompensas y por el otro, inversión¹⁷.

2.4.1 Crowdfunding de donación (*Donation Based Crowdfunding*)

En este tipo de crowdfunding los inversores donan su dinero a fondo perdido, no obtienen ningún tipo de contraprestación más allá de la satisfacción de haber participado en la campaña. Es un crowdfunding no lucrativo, pues su única finalidad es el rendimiento social. Los promotores suelen ser generalmente asociaciones, ONGs que utilizan este modelo para promover proyectos de carácter social o humanitario donde la gente no está interesada en obtener un beneficio económico¹⁸.

La naturaleza jurídica de este tipo de contratos es la misma que la de los contratos de donación, ya que las aportaciones de los inversores se realizan mediante donación. Se trata de una donación modal pues tiene *animus donandi* y su finalidad última impuesta por el donante al donatario es la financiación del proyecto propuesto por este último en la plataforma. Por tanto, se entiende que cabe el cumplimiento forzoso o la revocación de la atribución realizada con la devolución de cantidades, en caso de que no se destinasen los fondos al destino esperado¹⁹.

2.4.2 Crowdfunding de recompensa (*Reward-based Crowdfunding*)

Es el modelo más extendido de crowdfunding. Está dirigido a financiar principalmente proyectos culturales, artísticos o creativos. Este tipo de financiación, ofrece una

¹⁶CUESTA, C., FERNÁNDEZ DE LIS, S., ROIBAS, I., RUBIO, A., RUESTA, M., TUESTA, D. Y URBIOLA P. (2014). «Crowdfunding en 360º: alternativa de financiación en la era digital». En BBVA Research, 28 octubre 2014, pp. 6 y 7.

¹⁷En CARRASCO, A. «La financiación participativa a través de plataformas de Crowdfunding», 19 de abril de 2014, p. 2. Recurso on-line, disponible en: <<http://blog.uclm.es/cesco/files/2014/04/La-financiación-participativa-a-través-de-plataformas-de-crowdfunding.pdf>>.

¹⁸Una de las plataformas de crowdfunding de donación más importante en España es: <www.migranodearena.org>, plataforma creada por la fundación Real Dreams cuyo objetivo es recaudar fondos a favor de ONGs para mejorar la calidad de vida de personas desfavorecidas.

¹⁹MEDINA, M. (2010). «El incumplimiento de la carga en la donación modal». En PÉREZ GALLARDO, L.B. (coord.). *Contratos gratuitos*. Madrid: Reus, p. 145 y ss.

recompensa a las personas interesadas en aportar dinero a la nueva compañía, incluso en algunos casos, se permite que los crowdfunders formen parte del proyecto.

El modelo de financiación que utilizan estas plataformas es el llamado «todo o nada», ello implica que el inversor no abona la aportación hasta que el proyecto alcance, en plazo, el objetivo de financiación fijado por el promotor. Una vez conseguido este objetivo, existen dos posibles escenarios. En primer lugar, si no se ha recaudado el cien por cien, la aportación del crowdfunder no llegará a realizarse. En segundo lugar, si se recauda el cien por cien, las aportaciones se abonarán a través de la plataforma, es decir, se efectuará el pago por parte del inversor.

El crowdfunding de recompensa es actualmente, el tipo de financiación en masa que más volumen recauda²⁰.

En relación con la naturaleza jurídica de este tipo de contratos, hay una cuestión que se plantea y es si la aportación realizada por el crowdfunder constituye una contraprestación de la recompensa ofrecida por el promotor²¹.

Un primer argumento, sostenido por la doctrina mayoritaria, es que la relación promotor-crowdfunder se califica como contrato de compraventa, porque entienden que hay una correlación entre la cuantía que es aportada por el crowdfunder y el valor de la recompensa recibida.

La doctrina señala, por tanto, que cuando la aportación realizada tenga un valor equivalente a la recompensa que se va a obtener, estaríamos hablando del precio de la compraventa. En este sentido, y siguiendo el criterio establecido, cuando el valor de la cosa sea menor que la inversión realizada, entonces se hablará de compraventa en cuanto al valor de la recompensa y de donación por el exceso de la aportación sobre el valor del bien o servicio recibido. Asimismo, en aquellos casos en los que el valor de la recompensa sea menor en relación con la aportación realizada, se entendería como dos donaciones cruzadas entre inversor y promotor.

Por otro lado, como crítica a la tesis dominante, se cuestiona si existe una relación de causalidad entre el beneficio que cada parte recibe y el sacrificio que realiza.

Pues bien, en nuestra opinión, y basándonos en la definición que da CASTÁN TOBEÑAS de la donación «como el acto por el que una persona, con ánimo de liberalidad, se empobrece en una fracción de su patrimonio, en provecho de otra persona que se enriquece con ella»²².

La aportación colaborativa que realiza el crowdfunder, podría entenderse como un tipo de donación. Concretamente, estaríamos hablando de una donación modal, en la que se le impone al donatario, en este caso el promotor, que destine los fondos recibidos a la realización del proyecto, pues de no ser así, el inversor podría ejercer acciones contra

²⁰La plataforma Lánzanos <www.lanzanos.com> es la primera plataforma de crowdfunding de recompensa centrada en recaudar dinero mediante microaportaciones para que los proyectos de emprendedores puedan financiarse. Verkami <www.verkami.com> es otra de ellas, cuya peculiaridad radica en que el periodo máximo de tiempo para conseguir financiación son 40 días.

²¹CAMACHO, S. (2016): *Op.cit*, pp. 92 y 93.

²²CASTÁN TOBEÑAS, J. (1987). *Derecho Civil Español, Común y Foral*, Tomo 2, Volumen I, (13ª ed.). Madrid: Reus. Pp. 418 y ss.

este, haciéndole cumplir forzosamente con su obligación, o bien exigiéndole la revocación con la devolución de las cantidades percibidas²³.

El promotor, por su parte, va recompensar esa aportación colaborativa, por lo que estaría incorporando la voluntad remuneratoria a la causa gratuita de la donación, pudiendo calificar esta como donación remuneratoria –como se indica en el artículo 619 CC²⁴–.

La doctrina pone en duda la naturaleza jurídica de la donación remuneratoria por el hecho la recompensa sea anunciada previamente en web pues «el servicio constituye el motivo de la donación y debe ser anterior»²⁵, sin embargo, esto carece de fundamento pues la publicación en la web de la recompensa sería una promesa de donación. Además, el promotor sólo recompensaría una vez hubiese recibido la aportación.

2.4.3 Crowdfunding de préstamo (Crowdlending)

El crowdfunding de préstamo, es otra de las modalidades de crowdfunding reguladas en la LFFE. Tiene una doble finalidad:

Por un lado, se encuentra el crowdfunding de préstamo para fines empresariales, donde el inversor se convierte en un prestamista, aportando dinero al proyecto del promotor, que más tarde recuperará, recibiendo una rentabilidad generada por el dinero prestado. La obligación del promotor será, por tanto, devolver el dinero recibido más el interés fijado en el acuerdo.

Es importante señalar en este punto, que una obligación relevante de las plataformas de crowdfunding de préstamo, es realizar un riguroso estudio de riesgos de los promotores, para así poder asegurar su solvencia y calificar las operaciones según el riesgo.

Por su parte, los préstamos con fines sociales o *social lending*, en cambio, constituyen una actividad que no genera intereses. Esta forma de financiación generalmente se realiza para apoyar la puesta en marcha de proyectos de ayuda al desarrollo o sociales, de manera similar al crowdfunding de donación.

En relación con su naturaleza jurídica, enmarcaríamos este tipo de contratos en los contratos de préstamo, pues la aportación del crowdfunder se realiza en forma de préstamo y es reembolsada por el promotor. A estos efectos, la plataforma actuará de mediador en tanto el contrato de préstamo no se otorgue. En ella se depositarán las

²³ La STS 1185/1994, Sala Primera, de lo Civil, de 27 de diciembre de 1994 indica: «Esta clase de donación, prevista en el art. 647, CC supone una institución en la que el donante ha exigido al donatario la concurrencia de un modo, finalidad, carga, motivo o recomendación cuyo incumplimiento puede dar lugar a la revocación o resolución de un contrato que, en principio, nació irrevocable por voluntad del donante, pudiendo quedar sin efecto después, por la existencia de tales incumplimientos y provocando un juego semejante al del art. 1124, CC [...]».

²⁴ VV.AA. (2014). «Donación remuneratoria», en *Enciclopedia jurídica*. Recurso on-line disponible en:

<<http://www.enciclopedia-juridica.biz14.com/d/donaci%C3%B3n-remuneratoria/donaci%C3%B3n-remuneratoria.htm>> (última consulta 12 de enero de 2018).

²⁵ CAMACHO, S (2016): *Op.cit.*, p. 96.

provisiones, y una vez se formalice el contrato, el crowdfunder recibirá un acta notarial certificando la inversión realizada²⁶.

2.4.4 Crowdfunding de inversión (Equity Crowdfunding)

El crowdfunding de inversión o equity crowdfunding, es objeto de regulación por la LFFE. Se considera como la nueva forma de financiación empresarial. En este tipo de financiación el promotor solicita capital ofreciendo acciones, participaciones en la sociedad con derecho a participar o compromisos sobre beneficios de la empresa a aquel que quiera colaborar, (generalmente son acciones o participaciones sociales con dividendo preferente sin derecho a voto). La contraprestación no se hace efectiva hasta que la empresa comienza a prosperar y a tener éxito²⁷.

Es importante señalar que el crowdfunding de inversión tiene dos modalidades diferentes:

1.- El modelo de «todo o nada» (*all or nothing*): donde el promotor únicamente recibirá la financiación si se consigue en el plazo de tiempo fijado, el mínimo de financiación estipulada. Si el proyecto no ha alcanzado la meta financiera determinada, el dinero se devuelve y el creador no recibe nada.

2.- El modelo de «todo cuenta» (*keep it all*): donde será posible recibir la financiación recaudada hasta el final del tiempo estipulado, sin necesidad de conseguir el objetivo marcado.

Aunque ya se ha comentado, es necesario destacar que, en todas las modalidades, existe un contrato atípico de mediación entre el promotor y la plataforma, en virtud de cual esta última se encarga de dar acceso y publicitar el proyecto del precursor del proyecto y facilita que el negocio jurídico pueda llevarse a cabo.

Por este trabajo la plataforma se lleva una comisión que consistirá en un porcentaje sobre el total obtenido²⁸.

2.5 FORMACIÓN DEL CONTRATO

En un primer momento, podría pensarse que el contrato de crowdfunding es una figura legal nueva, pero, como se expondrá a continuación, nos encontramos ante un contrato de corretaje o mediación, que responde a la tradicional necesidad social de facilitar la aproximación entre los que pretenden concluir un negocio jurídico determinado, poniendo en relación personas físicas o jurídicas.

El contrato de mediación se regula por el artículo 1255 del Código Civil (en adelante, CC). Es aquel contrato en virtud del cual una persona, llamada comitente u oferente, encarga a otro, el corredor o mediador que le informe de la ocasión u oportunidad de

²⁶La plataforma de préstamo líder en España es Comunitae, creada en 2008 para financiar operaciones de crédito a particulares y empresas, poniendo en contacto a personas que necesitan financiación.

²⁷La plataforma de inversión The Crowd Angel es la primera plataforma que permite invertir de forma online en empresas con la metodología del Venture Capital.

²⁸CAMACHO, S (2016): *Op.cit*, pp.95 y 96.

concluir un negocio jurídico con un tercero, el mediario o que le sirva de intermediario en esta conclusión, realizando las oportunas gestiones para conseguir el acuerdo de voluntades encaminado a su realización a cambio de una retribución (prima o comisión). Es decir, se trata de un negocio jurídico de carácter bilateral generador de obligaciones²⁹.

La jurisprudencia señala que es un contrato principal, consensual y bilateral. Además, estamos en presencia de un contrato atípico, por carecer de regulación legal como tal. A consecuencia de esta falta de regulación específica en nuestro ordenamiento jurídico se debe dilucidar cuales son las fuentes de la regulación del contrato de mediación, teniendo en cuenta que dependerá de la autonomía de la voluntad consagrada en el artículo 1255 del CC, por lo que en definitiva habrá que estar a la voluntad de las partes, y a los usos y costumbres negociales, a los contratos típicos más afines y a las reglas generales de la contratación³⁰.

Además, el crowdfunding, es un contrato electrónico, pues el arreglo de voluntades de las partes se realiza a través de medios electrónicos. En este caso, a través de las plataformas online. Es por ello, que esta clase de contratos debe cumplir unos requisitos adicionales de información, plazo, forma y obligaciones.

Como explicaremos más adelante, este tipo de contratos se regulará en sus diferentes aspectos a través de condiciones generales de la contratación, es decir, mediante cláusulas predisuestas e incorporadas a todos los contratos que se celebran con esa empresa.

En la contratación electrónica es frecuente que se establezca un mecanismo de respuesta electrónico, en estos casos el contrato que se celebra mediante dispositivos automáticos se entiende perfeccionado cuando se manifiesta la aceptación; es decir, una vez que confirmamos en la plataforma que queremos participar en el proyecto en cuestión, independientemente si el prestador de servicios confirma que ha recibido la aceptación. Esta comunicación será de carácter meramente informativo a los efectos de validez del contrato, algo a lo que haremos referencia a lo largo del trabajo³¹.

²⁹ Según la definición «tradicional y clásica» propuesta por DÍEZ PICAZO, L. (2007), *Fundamentos del Derecho Civil patrimonial, volumen I, Introducción. Teoría del Contrato*, Cizur Menor: Civitas, p. 133, se considera que el contrato es un acuerdo de voluntades de dos o más personas.

³⁰ VV.AA. «Contrato de mediación o corretaje», en Wolters Kluwer. Recurso on-line disponible en <<http://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx>> (Última consulta 13 de enero de 2018).

³¹ Artículos 1256 y 1257 de Código Civil y artículo 23.1 de la Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico.

3. EL CUMPLIMIENTO DEL CONTRATO Y RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD POR INCUMPLIMIENTO DEL MISMO

El análisis que se va a realizar acerca de la responsabilidad derivada del contrato de crowdfunding va a centrarse primordialmente en aquellos tipos amparados por la LFFE, definidas como las plataformas de financiación participativas propiamente dichas, excluyendo, por tanto, aquellas modalidades no financieras de crowdfunding.

Las plataformas electrónicas de este tipo, puede entenderse como un entorno digital cerrado de interacción múltiple entre los usuarios o lo que es lo mismo, un ambiente donde los sujetos (inversores y promotores) entablan relaciones contractuales entre ellos³².

Para que estas relaciones puedan llevarse a cabo, es necesaria la figura del operador, a quien la LFFE, denomina PFP a las plataformas de financiación participativa, como se ha indicado anteriormente. Los operadores ejercen, dependiendo del modelo de negocio, las funciones de prestador de servicios a los usuarios, regulador de las normas internas que rigen la actuación de los usuarios y la interacción entre ellos y la función de supervisor del cumplimiento de esas normas. Asimismo, los operadores se encargan de aplicar las sanciones previstas de conformidad con la política interna de infracciones y sanciones.

El funcionamiento de las PFP y la actuación de aquellos que van a participar en el negocio jurídico, quedan sujetos a las reglas que establece la LFFE, que determinan los servicios obligatorios y auxiliares, definen las funciones y establecen concretos supuestos de responsabilidad.

Pues bien, si se observa al operador en el entramado de las relaciones entabladas para la constitución y funcionamiento de la plataforma, pueden identificarse tres escenarios:

1) El contrato de acceso a la plataforma. Este define el marco contractual que vincula bilateralmente al operador con los usuarios registrados en la plataforma.

Habitualmente el contrato de acceso se configura como un contrato de adhesión con condiciones generales y, es el operador el que predispone estas condiciones contractuales diferentes, ya que es necesario crear un entorno de interacción, negociación y contratación único y uniforme para todos los usuarios, tanto promotores como inversores.

Es por ello que la LFFE prevé a lo largo de su articulado la necesaria aplicación de la normativa de protección de los consumidores y, de los clientes de los servicios financieros en las relaciones entre el operador y los promotores que tengan dicha condición. Asimismo, el propio operador estará sujeto a la legislación que corresponda por su actividad de mediador.

El propio contrato de acceso será el que determine las condiciones de la prestación y, además, podrá incluir las cláusulas de modificación convencional del régimen de responsabilidad contractual, siempre y cuando no traspasen los límites generales de la autonomía de la voluntad -artículo 1255 CC-, ni los límites para la validez de la

³² RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T. (2016) «La responsabilidad de las plataformas: Alcance, límites y estrategias» En MORENO SERRANO, E. y CAZORLA GONZÁLEZ- SERRANO, L. (Coord.) *Crowdfunding: Aspectos Legales*. Cizur Menor: Thomson Reuters, pp. 369 y ss.

exclusión voluntaria de la ley -artículo 6.2 CC-, la buena fe o el abuso de derecho - artículo 7 CC-.

2) Términos y condiciones de uso. Los solicitantes de acceso a la plataforma, tanto en la posición de inversores como de promotores, aceptan unas determinadas condiciones, puesto que la mera consulta queda sujeta a los términos y condiciones de uso predispuestos por el operador. Se trata del llamado *browse agreement*, o contratos con condiciones generales que se aceptan automáticamente por el simple hecho de navegar por el sitio web.

En estos casos, el problema está en que el usuario da su consentimiento a algo que no tiene la oportunidad real de conocer. Es por este desconocimiento respecto del valor del acceso y continuación del uso de la página que se desmitifica la realidad del acto como hecho concluyente que manifieste la intención de quedar obligado.

3) La relación con terceros ajenos a la plataforma. Se trata de aquellos que no se pueden considerar usuarios que visitan la plataforma, pues lo hacen confiando en alguna información o actuación que el operador lleva a cabo en el ejercicio de su actividad, como puede ser la admisión o selección de un proyecto. En el caso de que este tercero accediese a la plataforma para el conocimiento de la información, entonces se transformaría en un usuario visitante, y quedaría sujeto a los términos y condiciones de uso anteriormente expuestos.

Si este sujeto, actuando como tercero, tuviese conocimiento suficiente acerca de la información o actuación de la plataforma y decidiese por algún motivo publicarlo, al no estar sujeto a los términos de uso, estaríamos ante un escenario de responsabilidad extracontractual. Si por el contrario la remisión de información se enmarcase en una relación más estable, como es el caso de la suscripción, sería posible reconducirlo al régimen de responsabilidad contractual.

Estos tres perfiles expuestos se proyectan sobre escenarios de responsabilidad, que desbordan en cierta manera el marco definido por la plataforma y que se articulan en relaciones contractuales o derivan de situaciones extracontractuales, como las descritas.

La ley no abarca ni resuelve estas cuestiones pues exceden de sus objetivos y de su ámbito de aplicación, por lo que para identificar los riesgos y establecer las estrategias de intervención, se requiere integrar varios componentes que se estudiarán a lo largo del trabajo. Sin embargo, de forma general se proponen los cuatro supuestos más importantes que habrían de considerarse para poder desarrollar las estrategias y protocolos de actuación de las PFP.

1. Casos de responsabilidad precontractual:

Se refiere a aquellas situaciones en las que el operador y el promotor o inversor se encuentran en la fase de preparación para la formalización del contrato. Aquí, las situaciones de responsabilidad suelen asociarse al incumplimiento de la obligación de información, o a la ruptura de negociaciones y la frustración de las expectativas de aquel que solicita el acceso a la plataforma.

Aquí sería importante plantear en qué medida puede derivarse responsabilidad para el operador de la decisión si actúa en el ejercicio de su libertad de contratar, o su derecho de admisión.

En este caso debe hacerse un análisis complejo para no hacer uso de un ejercicio abusivo del derecho, y se tenga por ello que indemnizar al solicitante rechazado por daños y perjuicios.

2. Casos de nulidad y anulabilidad del contrato:

Si las negociaciones concluyen con la celebración de un contrato que resulta ser inválido por el incumplimiento de algún deber precontractual, el escenario utilizado para poder remediar el daño será contractual. Si este daño se tratase de una infracción al deber de información o una actuación contraria a la buena fe, podría dar lugar a un contrato viciado por defectos en el consentimiento.

3. Casos de incumplimiento contractual:

Los operadores previsiblemente concretarán en sus contratos de acceso las condiciones de prestación del catálogo de obligaciones que la LFFE les impone para la comprobación de la identidad del promotor, la evaluación diligente de proyectos, la verificación del cumplimiento de los límites temporales y cuantitativos, etc.

La Ley contempla que la desviación del operador de su programa prestacional no solo sea una infracción, sino que además se proyecte sobre el cumplimiento del contrato.

4. Casos de responsabilidad derivada de la actuación de la PFP como tercero de confianza:

La LFFE exige a lo largo de su articulado que la PFP, se asegure del cumplimiento de los requisitos respecto de los límites cuantitativos y temporales que se aplican a promotores e inversores o *crowdfunders*, la disponibilidad de información o si es suficiente su carácter completo. En estos casos, la ley parece querer conferir a la PFP una función garante, lo que generaría en los usuarios confianza.

En relación con lo expuesto, debe concluirse que para que los usuarios confíen plenamente en este tipo de plataformas, estas deben desarrollar sus estrategias de prevención y gestión de riesgos. Además, deben combinar la implementación de soluciones tecnológicas, con soluciones contractuales y con normativa interna, para poder así articular soluciones efectivas para la prevención de conductas infractoras, detectar incumplimientos e imponer respeto a las normas internas³³.

³³RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T. (2016). *Op.cit*, pp. 369 y ss.

4. REGULACIÓN APLICABLE AL CONTRATO DE CROWDFUNDING EN ESPAÑA

Antes de la aprobación de la LFFE, el crowdfunding carecía de un marco legal que le otorgase seguridad jurídica a los operadores económicos para hacer posible el desarrollo de su actividad. Esta falta de regulación hacía que el crowdfunding siguiese creciendo a medida que avanzaba la sociedad dejando desprotegido al inversor ante los posibles riesgos derivados de esta falta de información.

Uno de los motivos fundamentales por el que España ha creado un marco regulatorio específico para el crowdfunding ha sido para dotar de seguridad jurídica a las plataformas para fomentar su desarrollo, sobre todo en proyectos de riesgo más elevado y jóvenes empresas que dan sus primeros pasos³⁴.

4.1 LEY 5/2015, 27 DE ABRIL DE FOMENTO DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

4.1.1 Régimen de las plataformas de financiación participativa

El contrato de crowdfunding fue, como se ha señalado, una figura atípica hasta la publicación en 2015 de la ya mencionada LFFE.

Esta Ley, según indica la propia exposición de motivos III, regula sólo aquellas figuras en las que el inversor espera recibir una remuneración de carácter estrictamente dinerario por su participación en el proyecto, dejando, por tanto, fuera del ámbito de la norma al crowdfunding de donación y de recompensa, o lo que es lo mismo, a las plataformas del crowdfunding no financiero.

El fundamento de esta exclusión normativa reside en que las dos operaciones de carácter marcadamente financiero, implican un mayor riesgo para los inversores. Esto se justifica en la medida en que la percepción de los intereses por el inversor que aporta el dinero al proyecto, está supeditado a la solvencia del promotor y por tanto a la situación económica del mismo. De esta forma, si la percepción consiste en la suscripción de acciones o adquisición de participaciones, el riesgo de perder la inversión es alto, pues depende del éxito de la empresa a medio y largo plazo. Adicionalmente, esto se agravará desde el momento en que la plataforma, como mediador financiero, no pueda garantizar la solvencia del promotor.

La ley en su artículo 46, define las PFP, como aquellas empresas autorizadas cuya actividad principal es la de poner en contacto, a través de medios electrónicos, a una pluralidad de personas, ya sean físicas o jurídicas, llamados inversores, que ofrecen una financiación a cambio de un rendimiento dinerario, con promotores de proyectos que solicitan financiación participativa para la realización del mismo.

Para llevar el control del funcionamiento de estas plataformas, la LFFE crea un marco jurídico donde las plataformas dedicadas al crowdfunding de préstamo pasan a estar

³⁴ TUESTA, D. y RUBIO, A. (2015). «BBVA Research: regulando el crowdfunding financiero» en Periódico Gestión. Recurso on-line disponible en: <<https://gestion.pe/opinion/bbva-research-regulando-crowdfunding-financiero-90156>> (última consulta 13 de enero de 2018).

controladas por el Banco de España y las plataformas de crowdfunding de inversión, en cambio, pasan a estar supervisadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV). Es decir, que pasan a estar bajo la autorización, supervisión, inspección y sanción de esta autoridad. Además, el Banco de España y la CNMV tiene determinados mecanismos de colaboración entre sí para controlar el correcto funcionamiento de las plataformas a los que haremos mención más adelante.

En cuanto al ámbito de aplicación territorial de las PFP, se aplicará a todas las que realicen su actividad en el territorio español, por lo que aquellas con domicilio en el extranjero que comercialicen sus servicios a personas residentes en España se someterán a la ley española en cuanto a las actividades desarrolladas en el territorio nacional. Lo importante es este caso, será el lugar de actividad de la plataforma referida –véase el artículo 47 LFFE-.

El artículo 48, propone la reserva de actividad de las plataformas de financiación 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 y serán las únicas que puedan intermediar y promover este tipo de financiación colectiva. Es importante destacar en este sentido, que las plataformas deben limitar su objeto social a las actividades que la ley les reserva, aunque es cierto que también pueden dedicarse a prestar servicios de pagos y determinados servicios auxiliares.

Por su parte, el artículo 49 es el que establece los puntos básicos del crowdfunding, de una manera concisa, pues expone la necesidad de que:

- Esté dirigida a una pluralidad de personas, que esperen tener un beneficio dinerario.
- Se realice por promotores en nombre propio.
- Se destine lo obtenido al proyecto concreto del promotor, sin que pueda consistir en la financiación de terceros y la concesión de un préstamo, suscripción o adquisición de títulos financieros admitidos en mercado regulado o sistema multilateral de negociación o incluso acciones o participaciones de entidades de inversión colectiva y sus gestoras, de capital riesgo; entre otras.
- O bien que la financiación se instrumente, en definitiva, a través de las modalidades de inversión y de préstamo.

En cuanto a los servicios principales que han de prestar las plataformas son, siguiendo lo dispuesto por el artículo 51 LFFE, el de admisión de proyectos y los de contratación participativa. El de admisión de proyectos consiste en «la recepción, selección y publicación de proyectos». Por su parte, el de contratación participativa se describe como «el desarrollo, establecimiento y explotación de canales de comunicación para facilitar la contratación de la financiación entre inversores y promotores». Estos servicios deben constar en el objeto social de la PFP.

En lo que concierne a los requisitos societarios y procedimentales que deben cumplir las plataformas para operar en este mercado, debe remitirse a lo dispuesto en los artículos 55 y siguientes. Según RUESTA Y URBIOLA deben cumplir al menos uno de los requisitos que se van a señalar a continuación:

- De una parte, el capital social mínimo para su constitución será de 60.000 euros, que habrán de ser desembolsados en efectivo. Si la financiación superase los 2.000.000 de euros en el año precedente, el capital social mínimo tendrá que ser de 120.000 euros. Asimismo, si la financiación supera los 5.000.000 de euros, el límite estará en 2.000.000 de euros.

- Por otro lado, la plataforma podría disponer de un seguro de responsabilidad civil, o un aval que garantizase los 300.000 euros por reclamación de daños y un total de 400.000 euros anuales para todas las posibles reclamaciones.

Esto es así, pues el crowdfunding conlleva riesgos que han de ser garantizados de alguna forma para que no puedan afectar al inversor³⁵.

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», entendiéndose por estos tanto a los promotores como a los inversores, tal y como propone el artículo 60 de la referida ley. 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. Es importante reiterar que las plataformas tienen una obligación de información general para evitar que los inversores aporten dinero a proyectos que sean ineficientes o que supongan 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 nuestra 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.

El artículo 61 LFFE, por su parte, propone una lista de elementos que deben constar en la página web, como son 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, entre otros. Serán los administradores y los socios los encargados de evitar esta clase de conflictos -artículo 62 LFFE-.

A modo de conclusión, debe destacarse que lo más importante de las plataformas de financiación participativa es su transparencia, pero, sobre todo, la protección y seguridad de los usuarios y es por ello que estas deben ofrecer información a sus clientes sobre el funcionamiento y sobre los posibles riesgos, además de ejercer su actividad en condiciones de seguridad y confidencialidad.

4.1.2 El régimen de los promotores y los proyectos

En el epígrafe relativo al ámbito subjetivo del crowdfunding, ya se hizo una breve mención a los sujetos que llevaban a cabo dicha actividad. Sin embargo, en esta parte

³⁵RUESTA, M. y URBIOLA, P. (2015). «España: un régimen jurídico propio para las plataformas de Crowdfunding. Economía digital y sistemas financieros». En BBVA Research, 6 de mayo de 2015, p. 2

del trabajo va a hacerse una mención especial a los sujetos que interactúan en las plataformas de financiación participativa reguladas por la LFFE.

La plataforma es la encargada de evaluar si un proyecto debe ser admitido o no, así como la identidad del promotor. Si se trata de personas jurídicas deben estar constituidas válidamente en España o en otro Estado Miembro de la Unión Europea (en adelante, UE) y, si se trata de personas físicas, deben tener la residencia fiscal en España o en otro Estado Miembro.

En artículo 68 de la ley recoge los límites al número de proyectos y al importe máximo de captación, que serán un proyecto por promotor en la misma plataforma de manera simultánea, y no podrán recaudar más de dos millones de euros por proyecto a través de cada una de las plataformas participativas. Sin embargo, sí que podrán realizar sucesivas rondas de financiación siempre que no superen el citado límite en el cómputo anual. 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 inversores.

Es importante que los promotores realicen una exhaustiva descripción del proyecto en la plataforma para que los inversores decidan apostar por él. La plataforma, por tanto, 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.

4.1.3 Régimen del inversor: protección

Los inversores son, como ya se ha explicado, personas que «ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario».

Las plataformas cuando prestan servicios a los inversores, deben distinguir entre dos tipos de inversores; los inversores *acreditados* y los inversores *no acreditados*. La finalidad reside en proteger de una manera especial a los no acreditados pues son clientes más vulnerables ante los riesgos que entraña la financiación participativa.

La ley considera inversores acreditados a aquellos que invierten en participaciones de sociedades limitadas o en préstamos incluidos en el listado de inversores profesionales de *iure* del artículo 78 bis. 3 de la LMV, con la salvedad de que se reducen algunos de los requisitos cuantitativos para estos. Además, podrán solicitar ser tratados como inversores acreditados las personas físicas que acrediten ingresos anuales superiores a 50.000 euros o un patrimonio financiero superior a 100.000 euros, las pymes que sean personas físicas y en general todas las personas jurídicas cuando inviertan en participaciones sociales o préstamos. Eso sí, deberá acompañarse a la solicitud una renuncia a ser tratado como cliente no acreditado, así como la previa evaluación de la experiencia y conocimientos del cliente, que permita conocer y asegurarse de que este puede tomar sus propias decisiones de inversión y que conoce los riesgos. Esta declaración invierte la carga de la prueba por lo que en el caso de que se plantee un

contencioso entre el cliente y la plataforma, será el cliente quien deba probar que desconocía el riesgo³⁶.

4.2 REGULACIÓN POR LA CNMV

La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV) encomienda a la CNMV) la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de las personas físicas y jurídicas que actúan en ellos y el ejercicio sobre estas personas de la potestad sancionadora. La CNMV no solo debe procurar influir en los mercados de forma positiva, sino que, además, es un organismo capaz de adaptarse al entorno. Esta capacidad de adaptación se ha materializado en la modificación de la LMV en abril de 2015, por la LFFE. Esta ley confiere a Comisión la facultad de autorizar, registrar, supervisar, inspeccionar y sancionar a las plataformas de financiación participativa.

Dichas plataformas se condicionan a la obtención de una autorización e inscripción en un registro público cuya función, como hemos dicho, corresponde a la CNMV, con el único fin de asegurar la neutralidad de las mismas en relación con los promotores y los inversores. Será necesaria la participación del Banco de España, en aquellas que gestionan proyectos financiados con préstamos, pues es obligatorio un informe previo vinculante de este.

El ministerio de Economía y Competitividad debe estar al tanto del acuerdo de iniciación del procedimiento de autorización para que pueda hacer un seguimiento de las iniciativas que afectan a esta forma de financiación. Además, han de cumplir determinados requisitos, similares a los que se exigen a los demás intermediarios financieros. Deben tener como objeto social exclusivo las actividades determinadas por la LFFE, su domicilio social en la UE, tener forma de sociedad de capital, cumplir los requisitos del artículo 56, contar con administradores cualificados, y disponer de una correcta organización, medios adecuados, y reglamentos internos de conducta y planes de continuidad en la prestación de servicios tras el cese de la actividad.

Una vez autorizadas y tras constituirse e inscribirse como sociedad de capital en el Registro Mercantil, las plataformas deben quedar inscritas en el registro especial abierto en la CNMV para este tipo de intermediarios³⁷.

Por otro lado, la CNMV será la encargada de controlar la supervisión, inspección y sanción de las plataformas de financiación de este tipo. Es importante señalar en este punto que, al igual que sucede con la autorización e inscripción de las plataformas de préstamos, cuando hablamos de su supervisión, inspección y sanción, rige el principio de cooperación y colaboración del Banco de España, que será el encargado de proporcionar a la CNMV la información y la asistencia necesarias, además de desarrollar las facultades que le corresponden frente a las entidades de crédito.

Las plataformas deben remitir a la CNMV las cuentas anuales auditadas para su supervisión, así como cualquier información relevante que esta pueda solicitar. Para ello, podrá contar con la colaboración de auditores, consultores y otros expertos independientes para realizar las tareas de control e incluso se podrán realizar

³⁶ ZUNZUNEGUI, F. (2015). «Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)». *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, (julio de 2015), p. 24 y ss.

³⁷ ZUNZUNEGUI, F. (2015). *op.cit.*, p. 13-14.

comprobaciones *in situ* del proceso de comercialización de los productos financieros de manera anónima.

En cuanto al ámbito sancionador, será la encargada de incoar los expedientes sancionadores y deberá comunicarlo al ministerio. Es importante destacar que será de aplicación subsidiaria el régimen sancionador del mercado de valores.

Lamentablemente, una de las lagunas de este sistema es la inexistencia de un régimen de gestión de crisis de las plataformas. Esto puede ser un hecho relevante en la medida en que puede suponer que en un mercado de nueva creación como es este puedan aparecer casos de fraude debido a este importante vacío.

Para concluir, es necesario destacar que con la Ley 5/2015 de 27 de abril, el Estado Español ha querido promover la economía colaborativa y la inversión colectiva mediante la canalización del ahorro y a través de plataformas digitales. Esto supone una garantía para los *crowdfunders* que quieren invertir en proyectos y genera en las pymes la confianza de un correcto desarrollo de los proyectos y el fomento de los mismos. Asimismo, el hecho de contar con un registro de las plataformas digitales autorizadas para ejercer crowdfunding ante la CNMV genera entre los inversores una participación masiva y significativa.

En este sentido, con la unificación de los criterios en las disposiciones normativas y la entrada en vigor de normativa actualizada, facilitan el tránsito de las sociedades dentro de los diferentes mercados, generando criterios de limitación y evitando la evasión de impuestos por parte de las empresas promotoras³⁸.

³⁸ VV.AA. (2015). «Novedades legislativas», en Revista KNOW Tax & Legal, Novedades Jurídicas y Fiscales nº37. (Marzo-Abril de 2015), pp. 12.14. Recurso on-line, disponible en <<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2015/06/know-tax-legal-37.pdf>>

5. DERECHO COMPARADO

En 2013, JOSEP NEBOT, cofundador de la plataforma Arborius, después de participar en el primer taller de crowdfunding organizado por la Comisión Europea para analizar las ventajas y riesgos de este tipo de financiación, concluyó que la Comisión no iba a regular este sector a corto plazo. Los motivos de esta negativa eran, por una parte, el reducido tamaño de este sector, y por otra, porque tal y como sucede con las grandes potencias, Reino Unido, Francia, Italia, España o Alemania, cada una de ellas tienen su propia regulación interna.

Según declara el autor en su blog, «Puede ser una buena filosofía: primero dejar crecer el sector y luego, al observar resultados y buenas prácticas, tratar de regular ciertos aspectos y modelos». A pesar de esto, es bien sabido que en los últimos años se han producido avances legales en el ámbito europeo, aunque es cierto que debido a la diversidad de tipologías de crowdfunding y la heterogeneidad de las campañas, no se han unificado los criterios entre los países miembros, y esto genera una gran inseguridad jurídica que puede suponer una dificultad añadida para el crecimiento y desarrollo del sector³⁹.

5.1 LA REGULACIÓN DEL CROWDFUNDING EN LA UNIÓN EUROPEA

Tal y como se ha comentado, no existe en la EU una normativa común que regule el funcionamiento de las plataformas de crowdfunding a nivel general.

A diferencia de otros países de la Unión, España ha introducido un marco legal para los distintos tipos de crowdfunding financiero, es decir, el equity crowdfunding y el crowdlending, se rigen por regulaciones diferentes.

Asimismo, los requerimientos para las plataformas, los límites para la inversión e incluso los tipos de inversores, varían de manera importante entre los países que conforman la UE. El marco regulatorio del que se ha hablado, garantizaría que las empresas, independientemente de su ubicación, tuvieran las mismas oportunidades de acceder a la financiación a través de fuentes alternativas de este tipo. La consolidación de este mercado sigue siendo objetivo de la UE, siguiendo la tendencia abierta en Estados Unidos (en adelante, EEUU) de la que más tarde se hablará.

A continuación, se detallará la normativa aplicable a los Estados miembros:

5.1.1 Reino Unido

En Reino Unido (UK) la regulación de esta actividad está principalmente en manos de la Autoridad de Conducta Financiera (Financial Conduct Authority, en adelante FCA). Se reconocen en UK varios modelos de crowdfunding, si bien, la regulación se aplica a los *Loan-based crowdfunding* o crowdfunding de préstamo y a los modelos de

³⁹NEBOT, J. (2013). «¿Está regulado el crowdfunding o el crowdlending?» En Arborius blog. (21 de junio de 2013). Recurso on-line, disponible en: <<http://blog.arboribus.com/esta-regulado-el-crowdfunding-o-el-crowdlending/>>

Investment-based crowdfunding o crowdfunding de inversión, que son al igual que en España, dos modelos por el que los partícipes reciben retornos financieros.

Fue en abril de 2014, cuando la FCA introdujo un nuevo marco jurídico para regular las plataformas de crowdfunding de préstamo, y añadió nuevas normas para las plataformas de crowdfunding de inversión, después de instar a los interesados en esta actividad a emitir su criterio mediante diferentes consultas.

En 2015 y 2016, tras varias iniciativas de este tipo se modificó y reformó el régimen con la única finalidad de proteger a los inversores y promocionar esta actividad de financiación. Algunos de estos cambios fueron el endurecimiento de la regulación para el caso del crowdfunding de participación, restringiendo el tipo de clientes que podían acceder a este tipo de financiación y aplicando una regulación menos restrictiva a las plataformas de préstamo.

En el modelo de préstamo, al igual que sucede en España, los inversores prestan dinero efectivo para poner en marcha un proyecto recibiendo como contraprestación un interés por el dinero entregado.

Una de las principales novedades es la obligación de mantener un capital mínimo en función del volumen de los préstamos que intermedien. Además, deben se aplican normas para la protección del dinero de los clientes y tienen acuerdos, para que en el caso de que la plataforma cese su negocio, los préstamos sigan siendo gestionados.

Las sociedades que gestionan estas plataformas deben estar sujetas a ciertos deberes informativos y deben enviar de forma periódica datos a la FCA.

Por otro lado, la principal finalidad de las plataformas de inversión es la recepción de una participación en los beneficios o retorno del capital entregado por los inversores. Estas plataformas tienen prohibido realizar ofertas directas a clientes minoristas no asesorados, a menos que:

- Tengan unos ingresos anuales superiores a 100.000 libras (138.880 € aproximadamente) o una riqueza neta de 250.000 libras.
- Estén catalogados como inversores sofisticados.
- Certifiquen que no van a invertir más del 10% de su patrimonio en este tipo de activos.
- Estén vinculados al capital riesgo o a las finanzas corporativas.

El Reino Unido se ha revelado como líder en el mercado del crowdfunding con un volumen de actividad de 2,337 millones de euros, además de ser un modelo normativo a considerar por su prolífica actividad normativa⁴⁰.

5.1.2 Italia

El crowdfunding no tiene, en el ordenamiento italiano, un tratamiento integral conjunto, sino que se trata de un fenómeno cuyas múltiples formas son objeto de continua evolución. Este hecho dificulta en gran medida su regulación.

⁴⁰MUÑOZ, A.F. (2016). «Crowdfunding en Reino Unido». En MORENO SERRANO, E. y CAZORLA GONZÁLEZ- SERRANO, L. (Coord.) *Crowdfunding: Aspectos Legales*. Cizur Menor: Thomson Reuters, pp. 97 y ss.

Además, puede decirse que ni siquiera hay unanimidad de opinión en la categorización de los tipos en los que se subdivide el crowdfunding.

En una primera aproximación puede decirse que algunas de las tipologías son: *donation based crowdfunding*, *reward based crowdfunding*, *lending based crowdfunding* y *equity crowdfunding*. Sin embargo, el legislador italiano ha dado una regulación únicamente al crowdfunding de inversión. La falta de regulación de los otros tipos de crowdfunding se debe a que pueden ser enmarcados en otros ámbitos del derecho italiano.

La *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (en adelante, CONSOB) fue el primer organismo europeo que reguló específicamente el equity crowdfunding.

El equity crowdfunding se trata de una operación de financiación que se realiza a través de los *portali internet* y que consiste en la suscripción o adquisición de participaciones o acciones de una determinada sociedad, beneficiaria de la operación. Este tipo de actividad financiera está regulada por el reglamento de la CONSOB (actualizado en 2016), como ya se señalado y, además, por el *Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria*.

Algunas de las particularidades de las plataformas de crowdfunding de inversión son, por ejemplo, la forma de gestión de los portales, pues pueden ser de dos tipos: de un lado, se encuentran las empresas de inversión y los bancos autorizados que tendrán que cumplir con la regulación de los Mercados de Instrumentos Financieros (en adelante, MiFID) y de otro, los sujetos que necesitan de la inscripción en un registro especial que lleva la CONSOB, para poderlas gestionar. Estos últimos deberán llevar a cabo la emisión a través de un banco o sociedad de inversión, siempre y cuando no superen los límites establecidos:

- La cantidad de títulos vendida a un inversor no supere los 500 euros por emisión o los 1.000 euros en el total de emisiones durante un año.
- Si el inversor tiene personalidad jurídica propia, el límite aumenta hasta 5.000 euros por emisión y 10.000 en el total de emisiones en un año.
- En todo caso los inversores deberán rellenar un formulario indicando su conocimiento acerca de los riesgos de la inversión.

En cuanto a los inversores, es importante señalar que en relación con otros países se encuentran más desprotegidos pues no existe límite alguno de inversión.

Desde que se aprobó la ley por la CONSOB, la finalidad principal del gobierno italiano ha sido promover el crecimiento económico mediante el apoyo a las pequeñas y medianas empresas⁴¹.

5.1.3 Francia

El gobierno francés aprobó en 2014 la regulación 2014-559 en la que se incluían medidas diferentes según se trate de crowdfunding de préstamo o de crowdfunding de participación.

⁴¹BARTOLACELLI, A. (2016). «Equity crowdfunding y empresas innovadoras en Italia». En MORENO SERRANO, E. y CAZORLA GONZÁLEZ- SERRANO, L. (Coord.) *Crowdfunding: Aspectos Legales*. Cizur Menor: Thomson Reuters, pp. 97 y ss.

En relación con el crowdfunding de préstamo, se creó un registro oficial para aquellas plataformas que no fuesen gestionadas por bancos o sociedades de inversión, el llamado *Intermédiaires en financement participatif* (en adelante, IFP), asimismo, se obligó a la formalización por escrito de los contratos y se impuso límite tanto al promotor del proyecto, como al inversor. El primero no podrá recaudar una cantidad superior a un millón de euros por proyecto.

Por su parte, el inversor no podrá aportar una cantidad mayor de 1.000 euros por proyecto, ampliable a 4.000 en caso de ser préstamos sin intereses.

De lo expuesto se desprende que en Francia han tratado de aumentar la protección para los inversores, evitando que aquellos inversores inexpertos y sin conocimientos acerca de los riesgos de este tipo de operación, pierdan su dinero.

En el caso del crowdfunding de participación se creó, al igual que sucede con el crowdfunding de préstamo, un registro de oficial para aquellas plataformas que no se gestionan por bancos o sociedades de inversión, es el llamado *Conseil en Investissement Participatif* (en adelante, CIP). Además, se impusieron límites al emisor de un millón de euros cada 12 meses, sin embargo, no se establecieron límites al inversor.

La diferencia entre el sistema francés y el caso español es que en Francia los límites establecidos para el crowdfunding de préstamo son inferiores, pues en España se establece un máximo de captación por proyecto de 2 millones de euros, ampliables a 5 millones para inversores exclusivamente acreditados, y un límite para los inversores de 3.000 euros por proyecto. Además, en Francia, las plataformas no requieren de un capital mínimo para su constitución como sucede en España⁴².

5.1.4 Alemania

Fue con la propuesta de ley de protección al inversor minorista por la cual se comenzó a regular el crowdfunding de inversión, pues únicamente estaba regulado el crowdfunding de préstamo en este país.

Algunas de las características principales de este último tipo son el límite de 1.000 euros al inversor por proyecto, ampliable a 10.000 en el caso de que se pueda justificar el riesgo. El límite máximo de captación de fondos por proyecto es algo superior al caso de España, ya que se permite alcanzar la cifra de los 2,5 millones de euros.

En cuanto al crowdfunding de participación, el límite pactado actualmente para el inversor es de 100.000 euros al año, y el de los solicitantes de fondos será el mismo que en el caso del crowdfunding de préstamo, es decir, no podrán captar cantidades mayores a 2,5 millones de euros, por lo que en este caso el modelo español es considerablemente más permisivo, permitiendo alcanzar los 5 millones.

⁴²CUESTA, C., FERNÁNDEZ DE LIS, S., ROIBAS, I., RUBIO, A., RUESTA, M., TUESTA, D. Y URBIOLA P. (2014). *Op. cit*, pp. 19 y 20.

5.2 LA REGULACIÓN DEL CROWDFUNDING EN ESTADOS UNIDOS

La ley *Jumpstart Our Business Startups* (en adelante, JOBS), una de las leyes emblemáticas de la primera administración del presidente de los EEUU, Barack Obama, regula como nueva forma de financiación o captación de capitales del público, la financiación participativa o *equity crowdfunding*, estableciendo el marco normativo de la misma. De esta forma, la norma pretende entre otros aspectos, la posibilidad de crear exenciones aplicables al crowdfunding para facilitar el acceso a la financiación para las pequeñas y medianas empresas. La regulación de la JOBS Act también permite a plataformas tecnológicas de Internet facilitar la oferta y venta de valores en transacciones de financiación participativa sin que tengan que registrarse como intermediarios.

La *Security and Exchange Commission* (SEC), equivalente a la CNMV española, fue la encargada de realizar los textos explicativos de la ley, y de defender el derecho protector de los inversores.

La modalidad de crowdfunding que regula la JOBS Act es razonablemente novedosa en EEUU. Habitualmente, el crowdfunding en EEUU se había basado en un modelo de recompensas (non-equity crowdfunding, sin embargo, la citada ley regula un modelo que implica la oferta de una participación en los retornos financieros y beneficios que el oferente espera generar con las actividades empresariales financiadas a través de este tipo de crowdfunding.

Un aspecto importante es que, al igual que sucede en España, la ley diferencia entre inversores acreditados y no acreditados. Para tener la consideración de inversor acreditado, deberán cumplir uno de los siguientes requisitos:

- Ingresos anuales superiores a 200.000 dólares.
- Riqueza neta superior a 1.000.000 dólares.
- Formar una unidad familiar con unos ingresos anuales superiores a 300.000 dólares.

El título III de esta ley permitirá por primera vez la participación en las plataformas de crowdfunding a todo tipo de inversores y no sólo a los acreditados, aunque con ciertos límites.

De este modo, para los inversores no acreditados, el límite máximo de inversión será el mayor entre 2.000 dólares y el 5% del ingreso anual o riqueza neta. Mientras que para los inversores acreditados el límite será el 10% del ingreso anual o riqueza neta, hasta un máximo de 100.000 dólares.

En cuanto al límite de recaudación máxima por proyecto, la cantidad difiere dependiendo del tipo de crowdfunding. En el caso del crowdfunding de préstamo, el límite máximo de recaudación es de 1 millón de dólares al año. Mientras que para el de participación, el título IV de la ley JOBS, ha ampliado el límite hasta los 50 millones de dólares.

Esto significa una revolución en cuanto a la capacidad de financiación de las pequeñas y medianas empresas innovadoras, ya que les permite recaudar grandes cantidades por esta vía. Aunque abre la puerta a numerosas dudas y riesgos, crea para aquellas

personas que sepan utilizarlo, una oportunidad de financiación directa extremadamente competitiva en comparación a los derechos de otras partes del mundo⁴³.

Para concluir, creemos necesario hacer hincapié en la necesidad de una regulación legal completa del crowdfunding en España, pues en comparación con el resto de potencias hay un vacío legal que puede poner en riesgo el crecimiento sistema. Un buen ejemplo de ello es la escasez de jurisprudencia en nuestro país, pues únicamente hay una sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona que se pronuncia sobre este tema⁴⁴.

Sin embargo, algo diferente sucede con los demás países, donde se han dado multitud de sentencias. Un caso curioso de crowdfunding tuvo lugar en EEUU a causa de lo sucedido en la plataforma Kickstarter, con la campaña para financiar las *Asylum Playing Cards*. La campaña fue todo un éxito, recibieron 25.156 dólares, pero la fecha de entrega de las cartas llegó y los inversores no supieron nada de ellas. Fue el propio Fiscal General del Estado de Washington el que demandó al creador de la campaña y fue condenado a pagar a cada contribuyente 668 dólares, y 31.000 más por violar el acta estatal de Protección al Consumidor. Esta sentencia fue de las primeras que se dictó a favor del inversor⁴⁵.

⁴³CUESTA, C., FERNÁNDEZ DE LIS, S., ROIBAS, I., RUBIO, A., RUESTA, M., TUESTA, D. y URBIOLA P. (2014). *Op. cit.*, pp. 17 y 18.

⁴⁴STS 462/2015, Audiencia provincial de Barcelona, de 26 de noviembre de 2015.

⁴⁵ State of Washington vs. Altius Management, LLC, Edward J. Polchlopek III. NO 14-2-12425-2 SEA. State of Washington King County Superior Court. Jul. 22-2015.

6. DIFERENCIAS ENTRE EL CROWDFUNDING Y OTROS MODELOS DE FINANCIACIÓN

Antes del relativamente nuevo concepto de crowdfunding, las empresas ya utilizaban otros métodos de financiación. En este punto del trabajo se va realizar una comparación general de algunos de los modelos de financiación existentes en nuestro país.

6.1 PRÉSTAMOS BANCARIOS

Los contratos de préstamo son fuentes externas de financiación de empresas, en virtud de los cuales una entidad financiera les entrega una cantidad de dinero previamente pactada. Por su parte, la empresa se compromete a devolver dicho capital más unos intereses prefijados, según el plan de amortización establecido. El prestatario pagará los intereses por la totalidad de los fondos recibidos, ya que dispone automáticamente de todo el préstamo independientemente de si va a utilizar el dinero o no.

Las entidades financieras suelen exigir algún tipo de garantía que afiance la operación, lo que supone un problema sobre todo para aquellas empresas pequeñas o más recientes que quieren empezar su actividad.

La devolución del capital prestado se realizará a través de cuotas de amortización. Hay que distinguir entre préstamos a corto y a largo plazo, que dependerá del tiempo que tarde la empresa en devolver el préstamo (menos de un año o más de un año, respectivamente).

En el caso de los préstamos de este tipo, el inconveniente que surge cuando se obliga a determinar con exactitud la cuantía de los fondos que se solicitan y sobre cuyo importe total se pagarán intereses, además es necesario que se aporten garantías que avalen el importe prestado. Debido a esto, la empresa perderá el control total pues el banco tiene, en cierto modo, poder para controlar la toma de decisiones debido al capital prestado⁴⁶.

6.2 PRÉSTAMOS PARTICIPATIVOS

Los préstamos participativos por su parte están dedicados únicamente a empresas. Éste se caracteriza, tal y como indica su nombre, porque la entidad prestamista participa en los beneficios de la empresa financiada.

Lo que caracteriza a este préstamo es que se divide en dos tramos: un primer tramo similar a los préstamos que ya se han expuesto, donde el dinero solicitado se graba con un tipo de interés fijo al que se suma un tipo de referencia, y un segundo tramo variable, que dependerá de lo que se acuerde por las partes. En estos casos, es habitual que el tipo de interés variable evoluciones conforme a los resultados de la empresa suscriptora del préstamo. Normalmente, se establece este indicador en base al cual se determina el interés, beneficio o cifra de negocios.

⁴⁶CANTALAPIEDRA, M. (2017). «Ventajas e inconvenientes de un préstamo bancario». Con tu negocio. Recurso on-line, disponible en < <https://www.contunegocio.es/financiacion-2/ventajas-e-inconvenientes-prestamo-bancario/>> (última consulta: 13 de enero de 2018).

Además, a diferencia de lo que sucede con el crowdfunding, esta clase de préstamos tienen un vencimiento a largo plazo, y la empresa beneficiaria debe disponer de fondos propios superiores al importe del préstamo. Esto es así, porque así la entidad que concede el préstamo no arriesga en exceso en el proyecto.

Para poder optar a un préstamo participativo, la empresa debe cumplir determinados requisitos, como estar legalmente constituida, aportar un plan de negocios donde se reflejen la misión, visión y valores de proyecto que se quiere llevar a cabo. El proyecto no puede pertenecer al sector financiero ni inmobiliario, debe tener las cuentas auditadas y una situación económica y financiera saneada⁴⁷.

6.3 BUSINESS ANGELS

El Business Angels se trata de un particular, que puede ser persona física o jurídica, que aporta dinero, experiencia, contactos o una combinación de ambas cosas a emprendedores con nuevas iniciativas empresariales.

Este método se ha utilizado sobre todo con startups, pues han sido las que más problemas han tenido para conseguir la financiación deseada.

Los Business Angels no dejan de ser, como ya hemos dicho, personas con notable experiencia y un patrimonio sólido que adquieren un porcentaje minoritario en una empresa de reciente creación para implicarse en el proyecto de forma activa.

Este modelo, al igual que sucede con los préstamos, tiene un inconveniente y es que, al entrar un tercero ajeno a la empresa, se acaba perdiendo el control de esta, pues la persona que entra tiene un objetivo de carácter organizativo y gestión de la propia sociedad⁴⁸.

6.4 CAPITAL RIESGO

La financiación a través del capital riesgo es otra forma de financiación de empresas alternativa a las tradicionales, por medio de la cual, sociedad denominadas de capital riesgo, invierten en proyectos de negocio con expectativas de un gran crecimiento en un período de tiempo relativamente corto.

Una de las principales diferencias con los modelos tradicionales, es que en este tipo de financiación la ganancia no viene por un interés que se paga de manera regular, si no que la sociedad de capital riesgo pasa a formar parte del accionariado de la empresa.

El inconveniente que tiene este tipo de financiación es que, al ser un socio más de la empresa tendrá derecho a participar en la toma de decisiones relativas al plan estratégico, asesoramiento de la empresa y se beneficiará de las ganancias que ésta genere.

⁴⁷VV.AA. (2018). *El préstamo participativo: concepto y características*. Recurso on-line, disponible en: <<https://www.emprendepyme.net/el-prestamo-participativo-concepto-y-caracteristicas.html>> (última consulta: 13 de enero de 2018).

⁴⁸ÁLVAREZ, S. (2013). «Financiación para empresas innovadoras: capital riesgo, business angels, crowdfunding». *Diario La Ley*. N° 8033, Sección Tribuna, pp. 1-13.

Las principales características del capital riesgo es que, al igual que sucede con el crowdfunding, está regulado por la CNMV y además por el Mercado Alternativo Bursátil o también denominado MAB. También es un modelo orientado a proyectos de pequeñas y medianas empresas. Para que se pueda aprobar la financiación por este método, deberá tener un plan de negocio y un equipo emprendedor⁴⁹.

Por último, una de las ventajas que tiene el capital riesgo es que la facilidad para acceder él es superior a la de la financiación tradicional, siempre y cuando el negocio esté dentro del ámbito de su interés.

6.5 SOCIEDADES LIMITADAS DE FORMACIÓN SUCESIVA

Las Sociedades Limitadas de Formación Sucesiva, son sociedades de carácter mercantil, sin capital mínimo. Una vez que se alcanza la cifra de capital social de 3.000 euros la sociedad perderá la calificación de formación sucesiva y pasará a ser Sociedad de Responsabilidad Limitada.

La diferencia con el crowdfunding es que, los que aportan dinero pasan a ser socios automáticamente de la sociedad y, por tanto, podrán decidir acerca de la gestión social, las cuentas anuales y la aplicación de los resultados, el nombramiento y separación de los administradores, liquidadores y auditores de cuentas, la modificación de los estatutos sociales, el aumento o reducción del capital social, etc.

La responsabilidad de estos estará limitada al capital aportado, y en caso de liquidación voluntaria o forzosa, si el patrimonio fuera insuficiente para atender al pago de sus obligaciones, los socios y administradores responderán solidariamente⁵⁰.

6.6 SUBVENCIONES

El gobierno y las Comunidades Autónomas ponen a disposición de los nuevos empresarios una serie de programas de apoyo económico para la creación de empresas, consistentes en ayudas o subvenciones.

Asimismo, partes de las competencias de la Unión Europea es fomentar el desarrollo y la capacidad económica de sus Estados Miembros, por ello, dispone también de ciertas ayudas encaminadas al desarrollo y la creación de nuevas empresas.

La subvención es un incentivo económico y por ello no puede considerarse como una fuente de financiación asegurada. No es habitual que se pueda llegar a financiar el proyecto completamente, por lo que la mayor parte de la financiación recaerá directamente sobre la persona que la solicita.

Las subvenciones conllevan algunos riesgos y es que, la empresa debe cumplir determinados requisitos y por ello puede que, entre el tiempo de estudio del proyecto, la

⁴⁹VV.AA. (2018). *¿Qué es el capital riesgo?* Recurso on-line, disponible en: <<https://www.emprendepyme.net/que-es-el-capital-riesgo.html>> (última consulta: 13 de enero de 2018).

⁵⁰CENTRO DE INFORMACIÓN Y RED DE CREACIÓN DE EMPRESAS (CIRCE). (2018). *Sociedades Limitadas de Formación Sucesiva*. Recurso on-line, disponible en: <<http://portal.circe.es/es-ES/emprendedor/SLFS/Paginas/SLFS.aspx>> (última consulta: 13 de enero de 2018).

concesión y el ingreso definitivo del importe pase un largo período de tiempo. Además, hay veces que se exigen estos requisitos tanto como en el momento de solicitarlo como en su posterioridad, por lo que su incumplimiento podría llegar a ser la devolución de lo cobrado⁵¹.

Con base en todo lo expuesto, debemos señalar que la principal característica que diferencia a estos modelos tradicionales de financiación respecto del crowdfunding, es que prácticamente todos ellos, suponen no solo una participación económica para la formación de la empresa, sino que tienen un papel más importante como es la toma de control de la misma.

⁵¹VV.AA. (2018). *Subvenciones y ayudas para PYMES*. Recurso on-line, disponible en: <<https://www.emprendepyme.net/subvenciones-y-ayudas-para-pymes.html>> (última consulta: 13 de enero de 2018).

7. RIESGOS Y PROBLEMAS DEL CROWDFUNDING. EL BLANQUEO DE CAPITALES

7.1 VENTAJAS E INCONVENIENTES DEL CROWDFUNDING

Una de las cuestiones principales que se debaten a la hora de llevar a cabo una campaña de crowdfunding son las ventajas e inconvenientes que supondría esta actividad tanto para el inversor como para el promotor del proyecto. Es cierto que, hoy en día, este tipo de financiación tiene más ventajas que cualquier otro modelo de los expuestos en el punto anterior, pero, también tiene su postura negativa. Por ello, hemos de analizar las ventajas y desventajas de los tipos de crowdfunding que actualmente están regulados por la LFFE.

En primer lugar, una de las principales ventajas consiste en la posibilidad que otorga el crowdfunding de poder financiar un proyecto de manera colectiva, gracias a la participación de un grupo numeroso de personas. Al contrario de lo que sucede con los métodos de financiación tradicional, donde son los bancos o instituciones los que conceden los préstamos, cada vez de forma más limitada y exigiendo unos requisitos casi imposibles a las pequeñas y medianas empresas. A esto se le debe sumar que no existe ningún tipo de limitación por el tipo de proyecto, por lo que ninguna idea se encuentra excluida del crowdfunding. Cualquier iniciativa puede ser acogida por la comunidad.

Otra de las ventajas es que, gracias al crowdfunding, los creadores pueden conocer a fondo su proyecto. Esto es así debido a que la financiación colectiva y el consecuente desarrollo de la iniciativa modifica la perspectiva que tienen los promotores de la ejecución del mismo.

En este sentido, puede decirse que se hace un pequeño estudio de mercado antes de llevar a cabo el proyecto, que ofrece la posibilidad de conocer mejor el público objetivo que va a financiar el proyecto, así como la viabilidad del mismo, gracias a la tipología y a los apoyos recibidos, ampliando, por tanto, las posibilidades de éxito.

Un factor muy importante es la comunicación destinada a difundir la campaña, pues permite que el proyecto se conozca, posibilitando que el equipo creador del mismo mejore también su posicionamiento sectorial y el reconocimiento general de la comunidad.

Por último, gracias a la relación entre los inversores y promotores, el proyecto logra evolucionar de una etapa temprana a un producto final. Los primeros se sienten parte integrante de un proyecto y su único objetivo es que este salga adelante, y así poder obtener una contraprestación. Es por ello que, si el proyecto se desarrolla de forma correcta, el crowdfunding puede ser un método rápido, eficiente y efectivo.

Por otro lado, encontramos una serie de desventajas que también es importante tener en cuenta a la hora de crear una campaña de crowdfunding.

La clave del proyecto depende principalmente del éxito de la campaña de crowdfunding y esto puede afectar negativamente a la imagen que se quiere dar de la marca en caso de que no se logren los objetivos económicos.

Es necesario que la idea que se quiere llevar a cabo sea original, pues hay gran variedad de proyectos en el mercado, y es necesario destacar por encima de todos ellos. El

planteamiento erróneo de la estrategia puede dar lugar a la falta de inversores que quieran colaborar o que no se alcance el rendimiento previsto del producto.

Un requisito muy importante es la imagen de seguridad y transparencia que debe dar el proyecto, pues como se ha comentado, hay gran variedad de propuestas que buscan financiación y cada vez más fraudes en este ámbito, por lo que el planteamiento del proyecto debe ser exigente y cumplir con las expectativas que se han generado en los inversores. Para ello, es necesario mantener informado al inversor a lo largo del desarrollo del proyecto; esto es, antes, durante y después de la finalización de la campaña.

Es vital conocer todos los detalles necesarios a la hora de cuantificar la necesidad económica del proyecto, así como las posibles evoluciones que pueda haber en función del éxito de la campaña. Esto hace que el promotor deba recabar todos los datos posibles y plantear una gran presentación con el objetivo de que los inversores sepan qué se va a llevar a cabo con su aportación.

7.2 PRINCIPALES RIESGOS DEL CROWDFUNDING

Después de hablar de las ventajas e inconvenientes que tiene la financiación en masa, debemos destacar una serie de riesgos asociados a la liquidez, el crédito o el mercado que pueden darse, al igual que sucede con los demás productos financieros, en las inversiones hechas en plataformas de crowdfunding. En finanzas, el riesgo se asocia a la incertidumbre, es decir, cuando se habla de riesgo se habla de la posibilidad de que ocurra un hecho que se traduzca en pérdidas para los participantes en la operación financiera, como los inversores. Y estas probabilidades de incertidumbre también se dan en las operaciones financieras de crowdfunding:

- 1) *Riesgo de liquidez*: Es uno de los riesgos con más peso que asumen los sujetos del proyecto, pues el hecho de que una de las partes de la operación financiera no pueda obtener la liquidez necesaria, generaría un gran problema.
- 2) *Riesgo de crédito*: Puede ir asociado al caso anterior. Este tipo de riesgo se basa en la posibilidad de que una de las partes de la operación no asuma todas las obligaciones acordadas entre el emprendedor y el inversor, lo que generaría una pérdida financiera en la parte contraria.
- 3) *Riesgo de mercado*: Este riesgo existe por el hecho de que el valor razonable o los flujos de efectivo futuros de un instrumento financiero pueda fluctuar por variaciones en los precios del mercado.
- 4) *Riesgo de solvencia*: Al no existir una norma que regule el tipo de información que deben compartirse inversores y promotores, el riesgo es mayor, ya que puede darse el caso de que se oculten información importante entre ellos.
- 5) *Riesgo operativo*: Como en toda operación financiera, existe un riesgo de sufrir pérdidas por fallos en los procesos, en la información, en los sistemas internos de la plataforma o pérdidas ocasionadas por errores humanos o agentes externos que afecten a la misma.
- 6) *Falta de coordinación en la regulación*: Por último, podemos decir que hay una cierta incertidumbre sobre la aplicación de algunas normas dentro del contexto global en el que nace el crowdfunding, dado que la accesibilidad a la operativa en Internet es

transfronteriza. Esta mala coordinación entre los reguladores de diferentes países puede provocar un mercado fragmentado que no ayude al crecimiento del crowdfunding.

Poco a poco se están desarrollando normativas específicas para regular estas operaciones con dos objetivos: por un lado, proteger al inversor no acreditado y, por otro, favorecer el acceso a la financiación por parte de pequeñas empresas y empresas en desarrollo, que son las que encuentran dificultades para financiarse en el mercado financiero convencional⁵².

7.3 EL BLANQUEO DE CAPITALES COMO PROBLEMA PRINCIPAL

Finalmente, tras la exposición de los riesgos que pueden acompañar la actividad de crowdfunding, debemos hacer una especial mención al riesgo de blanqueo de capitales que puede llegar a darse en esta forma de financiación.

Aunque en la mayoría de los casos el crowdfunding tiene como finalidad facilitar recursos, normalmente limitados para actividades de tipo benéfico o no y que nada tienen que ver con los fondos ilegales, sí podría darse el caso de que este tipo de operaciones fuesen utilizadas por organizaciones criminales para incorporar y movilizar fondos procedentes del delito.

Uno de los elementos de riesgo más significativos está en que, habitualmente, nos encontraremos con operaciones a distancia, es decir, sin presencia física del inversor o colaborador, por lo que deberán de adoptarse medidas adicionales para evitar cualquier tipo de delito que pueda sacar provecho de ello.

Asimismo, existirá un riesgo tanto en la captación de recursos como en la aplicación de estos, ya que nos encontramos con numerosas transacciones de pequeño importe que pueden facilitar el fraccionamiento, es decir, la creación de una red ficticia de pequeños colaboradores que, realizando aportaciones moderadas, permitan agrupar en el beneficiario últimas cantidades importantes de dinero de origen ilegal.

En este sentido, las plataformas de crowdfunding de inversión presentan un riesgo importante porque pueden ser utilizadas para disfrazar el origen ilícito de fondos. Las inversiones se realizan en proyectos que no cumplen con éxito su objetivo de recaudación de fondos, es decir, aquellas operaciones denominadas operaciones “abortadas” de captación de fondos, pues esa acción de regreso del dinero a una cuenta corriente señalada por el aportante o los aportantes de fondos podría implicar la colocación en el circuito bancario de una cantidad de dinero que ha sido blanqueado a través de esta operatoria.

La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, en sus siglas en inglés) publicó en julio de 2015 un documento de preguntas y respuestas sobre la aplicación de las normas de prevención de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo a las plataformas de financiación participativa. La ESMA achaca este problema a que no se ha emprendido la debida diligencia por los propietarios del proyecto.

⁵² VV.AA. (2015) «Los seis riesgos financieros del crowdfunding». En BBVA Research, 27 de enero de 2015. Recurso on-line, disponible en: <<https://www.bbva.com/es/seis-riesgos-financieros-crowdfunding/>> (Última consulta el 13 de enero de 2018).

Además, expone que los modelos de negocio y actividades de plataformas que operan dentro y fuera de MiFID son a menudo similares y, por lo tanto, el blanqueo de capitales a través de plataformas no depende de si están dentro o fuera del alcance MiFID, sino que habrá mucho más riesgo en aquellas plataformas que operan fuera de cualquier régimen regulatorio. Además, la ESMA alude a que las plataformas de inversión estarán sometidas a la directiva 2015/849 del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de mayo de 2015 relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo, siempre y cuando la empresa de inversión o los agentes vinculados a esa empresa estén sujetas a la directiva⁵³.

Para concluir, es necesario señalar que, con independencia de que las empresas, personas o profesionales intervinientes sean o no sujetos obligados desde la perspectiva de la normativa de la prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo, cualquier empresa o entidad que pretenda captar fondos por este procedimiento, deberá adoptar medidas para tratar de evitar que sus cuentas sean utilizadas para blanquear fondos. Esto es así porque la reciente regulación de la responsabilidad penal de las personas jurídicas incluye, dentro de los delitos que pueden cometer éstas, precisamente, el de blanqueo de capitales regulado en el art. 301 del Código Penal (en adelante, CP). En consecuencia y de conformidad con el art. 31, bis del CP y las recientes circulares del Ministerio Fiscal sobre la materia, las personas jurídicas deberán disponer de procedimientos internos que traten de detectar e impedir, entre otros delitos, el del blanqueo de capitales.

⁵³ ESMA. European Securities and Markets Authority. (2015). «Questions and Answers Investment-based crowdfunding: money laundering/terrorist financing» ESMA/2015/005 (1 de julio de 2015), pp. 4-7. Recurso on-line, disponible en < http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2015/07/esma_2015_1005_qa_crowdfunding_money_laundering_and_terrorist_financing.pdf> (última consulta: 13 de enero de 2018).

8. PUNTOS DE MEJORA

En aras de que el mecanismo de financiación colectiva o micromecenazgo, conocido como crowdfunding, que hay en España se regule en todos sus aspectos y pueda llegar a ser un referente mundial, se expondrán una serie de aspectos que a nuestro juicio podrían ser objeto de mejora:

En primer lugar, es por todos sabido que el crowdfunding es una herramienta muy útil para la financiación de proyectos de pequeñas y medianas empresas. Sin embargo, dadas las características de las plataformas a través de las cuales se lleva a cabo, es complicado financiar proyectos que requieran inversiones de gran magnitud o que se prolonguen en el tiempo, por lo que es necesario mantener el interés de los sujetos participantes mediante métodos publicitarios, siempre y cuando se mantenga un especial recelo con los datos de los clientes.

Asimismo, existe un gran número de iniciativas en cuanto a la tipología de proyectos que más éxito tienen. El sector cultural es sin duda el que más repercusión tiene entre aquellas personas que quieren invertir. Las plataformas dedicadas a la música o proyectos audiovisuales cuentan con el mayor número de seguidores en este ámbito. El inconveniente de ello es que en estos proyectos o iniciativas que cuentan con más visibilidad mediática, serán los menos los que crucen ciertos umbrales de financiación.

Uno de los problemas más graves y ante el que el legislador debería tomar medidas es el plagio, ya que el promotor de la idea expone todo el proyecto de una forma totalmente transparente para poder ser evaluada por los inversores o donantes. Es muy frecuente que no tomen ninguna precaución a la hora de proteger sus proyectos frente a posibles apropiaciones y copias indebidas. Y así puede darse la situación en que su proyecto se copie incluso antes de que ellos mismos sean capaces de conseguir los fondos y llevarlo a cabo. Por este motivo, sus derechos como autores se pueden ver puestos en riesgo si no se toman las medidas adecuadas.

Por otra parte, pese a que el crowdfunding ha servido para que los individuos pudiesen financiarse para crear obras que de otra manera no se habrían conocido, la aparición de este tipo de negocio no ha sido suficiente para cubrir las necesidades culturales que han quedado descubiertas debido a los constantes recortes de financiación pública. Esto se une, además, al escaso apoyo por parte del Gobierno de España al crowdfunding, lo que implica que no haya una confianza plena en este tipo de financiación por parte de los inversores. A diferencia de esto, en países como en el Reino Unido, los poderes públicos tienen una mayor participación y reconocen e incluso impulsan la labor de las plataformas de préstamo como alternativa a la banca tradicional para préstamos a particulares. De igual modo, se deberían fomentar los incentivos fiscales para los emprendedores.

Por su lado, a pesar del carácter tecnológico que define al crowdfunding, y que tantas ventajas supone para este, puede llegar a ser un problema debido a que hay comunidades donde el acceso a las redes sociales es muy limitado, como sucede con las personas mayores o inmigrantes, los cuales nunca podrán optar a la financiación de sus proyectos porque sus posibles donantes no habitan las redes. No poder contribuir a la financiación de todos los proyectos que se plantean puede suponer una barrera al crecimiento del crowdfunding y esto es así, ya que el éxito de las iniciativas viene marcado por el tamaño de las comunidades que movilicen. Como solución a este

problema, el legislador debería educar a estas minorías, para que al igual que el resto tuviese la oportunidad de poder poner en práctica sus proyectos.

El ya comentado vacío legal de algunos de los ámbitos del crowdfunding conlleva ciertos riesgos, entre ellos, el ya comentado blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.

En cuanto a esta falta de regulación, hay que señalar que muchos de los promotores que recurren a estas plataformas para anunciar sus proyectos ponen de manifiesto que realizan una actividad profesional lo que conllevaría estar dado de alta como profesionales en la Agencia Tributaria y en la Seguridad Social y, sin embargo, no cumplen este requisito.

Para concluir, es importante destacar que la mayoría de las plataformas están luchando por conseguir una regulación más extensa en cuanto al crowdfunding se refiere. Cuando este modelo deje de verse como un nuevo tipo de financiación y se asienten las bases del mismo, se podrá dar el siguiente paso dando forma a un cuerpo legal que aún se encuentra en fase de desarrollo.

CONCLUSIONES

A lo largo de la presente investigación hemos tenido la oportunidad de aproximarnos a un instrumento de financiación que, desde un punto de vista jurídico y económico, resulta revolucionario. Prueba de ello es el crecimiento exponencial de las operaciones de crowdfunding en los últimos años, que, sin embargo, no ha venido acompañado por el debido desarrollo legislativo. A este respecto, extraemos las siguientes conclusiones:

I.- El crowdfunding es un claro ejemplo de que las dificultades agudizan el ingenio para encontrar respuestas. Se trata de una solución que ha nacido en tiempos de crisis y debe su existencia a la acusada restricción de la oferta de crédito disponible por parte del sistema bancario, que ha conllevado un incremento del coste de financiación –de un modo particular a las pequeñas y medianas empresas–. No obstante, estamos seguros de que no se trata de una solución transitoria, sino que va a seguir presente en el tráfico comercial.

II.- Junto a este evidente factor económico, la rápida evolución del crowdfunding se debe al efecto multiplicador que le han aportado las nuevas tecnologías de comunicación que han originado la sociedad de información. De esta manera se ha podido aprovechar las ventajas del poder de la multitud para dar a conocer, distribuir y explotar este modelo de financiación. El aumento de las conexiones a Internet, por su parte, también ha jugado un papel fundamental, pues ha hecho viable el acceso a un vasto número de usuarios interrelacionados directa y multilateralmente, por un medio de bajo coste y con un alcance territorial colosal, algo inimaginable para los métodos de financiación tradicionales. A colación de lo anterior, debemos hacer hincapié en un aspecto que ya se ha expuesto a lo largo del trabajo, consistente en que otra de las ventajas del crowdfunding es hacer posible la financiación externa de empresas por parte de un grupo de individuos sin que estos vayan a influir después en el control interno de la misma, a diferencia de lo que sucede con los préstamos bancarios o participativos o los otros modelos que hemos observado.

III.- Puede decirse, por tanto, que los puntos clave de esta forma de financiación colectiva aplicable a gran variedad de proyectos son, principalmente, su accesibilidad, su bajo coste –puesto que no es necesaria una gran inversión inicial, ni formas de pago o recepción de fondos extremadamente complejas– y su «desvincularización» del control de la sociedad.

IV.- Otro aspecto importante a tener en cuenta reside en la valoración que debemos darle a la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la financiación Empresarial. Fundamentalmente, tenía por objetivo mejorar los canales de financiación de las empresas y favorecer su independencia con respecto a las fuentes de crédito tradicionales. Sin embargo, únicamente ha entrado a regular dos tipos de crowdfunding: el de inversión y el de préstamo. Así las cosas, se ha dejado en el tintero otras muchas circunstancias que deberían haber contado con un mayor desarrollo por parte de esta Ley –como, sin ir más lejos, la propia responsabilidad de los sujetos intervinientes de las plataformas–.

V.- En cuanto al ámbito europeo, a pesar de que en los últimos años se han producido avances legales, debido a la gran diversidad de tipologías de crowdfunding y la heterogeneidad de las campañas que hay en el mercado, se hace muy difícil la unificación de los criterios entre los Estados miembros. Esto implica gran inseguridad jurídica lo que traducido al futuro puede suponer una dificultad añadida para el

crecimiento y desarrollo del sector. Con esto se pretende dejar solventada la pregunta que nos hicimos al principio sobre la adecuación de nuestro Derecho a una completa regulación del crowdfunding, pues de momento, y en palabras de la Comisión, el sector no parece que se vaya a regular en un plazo corto de tiempo, pues cada país tiene una regulación interna diferente.

VI.- Finalmente, teniendo en cuenta lo anteriormente expuesto, cabe destacar la importancia de que un país disponga de una política de recuperación y estímulo económico, que permita agilizar la canalización y asignación eficiente del ahorro a la inversión y que refuerce las fuentes de financiación alternativas que puedan complementar la financiación bancaria. Que la sociedad pueda ser partícipe de un proyecto es señal de madurez y, al mismo tiempo, una fuente de esperanza, pues evidencia que la solidaridad es posible.

BIBLIOGRAFÍA

A. DOCTRINA

a) Libros

- BRABHAM, D. (2013). *Crowdsourcing*. Cambridge: The MIT Press.

- CASTÁN TOBEÑAS, J. (1987). *Derecho Civil Español, Común y Foral*, Tomo 2, Volumen I, (13ª ed.). Madrid: Reus.

- CUMMING, D. (Ed.), *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*. Oxford University Press.

- DíEZ PICAZO, L. (2007), *Fundamentos del Derecho Civil patrimonial, volumen I, Introducción. Teoría del Contrato*, Cizur Menor: Civitas.

- MORENO SERRANO, E. y CAZORLA GONZÁLEZ- SERRANO, L. (Coord.) *Crowdfunding: Aspectos Legales*. Cizur Menor: Thomson Reuters.

- PÉREZ GALLARDO, L.B. (coord.). *Contratos gratuitos*. Madrid: Reus.

- ROCHA, A., CORREIA, A.M., ADELI, H., REIS, L. y COSTANZO, S. (dirs.). *Recent Advances in Information System and Technologies, Volumen 3*. Switzerland: Springer.

- SUROWIECKI, J. (2005). *The Wisdom of Crowds*, Nueva York: Anchor Books.

b) Revistas

- ÁLVAREZ, S. (2013). «Financiación para empresas innovadoras: capital riesgo, business angels, crowdfunding». *Diario La Ley*. Nº 8033, Sección Tribuna, año 2013.

- CAMACHO, S (2016): «El crowdfunding: régimen jurídico de la financiación participativa en la ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial». *Revista Cesco* nº 17 año 2016.

- CUESTA, C., FERNÁNDEZ DE LIS, S., ROIBAS, I., RUBIO, A., RUESTA, M., TUESTA, D. Y URBIOLA P. (2014). «Crowdfunding en 360º: alternativa de financiación en la era digital». En *BBVA Research*, 28 octubre 2014.

- KLEEMANN, F., GÜNTER, G. Y RIEDER, K. (2008). «Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing». En *Science, Technology & Innovation Studies*, Vol. 4, nº1, año 2008.
- RODRÍGUEZ MASEDA, J.C. (2015). «Las plataformas de financiación participativa. El crowdfunding como alternativa para la desbancarización de la economía española». *E-Dictum*, nº 48, año 2015.
- RUESTA, M. y URBIOLA, P. (2015). «España: un régimen jurídico propio para las plataformas de Crowdfunding. Economía digital y sistemas financieros». En *BBVA Research*, 6 de mayo de 2015.
- SÁNCHEZ, M. (2015). «Crowdfunding y la economía de Internet». *Revista de Análisis Financiero*, nº 127, año 2015.
- VV.AA. (2015). «Novedades legislativas», en *Revista KNOW Tax & Legal*, *Novedades Jurídicas y Fiscales* nº37. (Marzo-Abril de 2015).
- ZUNZUNEGUI, F. (2015). «Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)». *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, (julio de 2015).

c) Recursos telemáticos

- CANTALAPIEDRA, M. (2017). «Ventajas e inconvenientes de un préstamo bancario. Con tu negocio. Recurso on-line, disponible en <<https://www.contunegocio.es/financiacion-2/ventajas-e-inconvenientes-prestamo-bancario/>> (última consulta: 13 de enero de 2018).
- CARRASCO, A. «La financiación participativa a través de plataformas de Crowdfunding», 19 de abril de 2014, p. 2. Recurso on-line, disponible en: <<http://blog.uclm.es/cesco/files/2014/04/La-financiación-participativa-a-través-de-plataformas-de-crowdfunding.pdf>>. (última consulta: 13 de enero de 2018).
- CENTRO DE INFORMACIÓN Y RED DE CREACIÓN DE EMPRESAS (CIRCE). (2018). *Sociedades Limitadas de Formación Sucesiva*. Recurso on-line, disponible en: <<http://portal.circe.es/es-ES/emprendedor/SLFS/Paginas/SLFS.aspx>> (última consulta: 13 de enero de 2018).
- ESMA. European Securities and Markets Authority. (2015). «Questions and Answers Investment-based crowdfunding: money laundering/terrorist financing» ESMA/2015/005 (1 de julio de 2015), pp. 4-7. Recurso on-line, disponible en <http://www.rdmf.es/wpcontent/uploads/2015/07/esma_2015_1005_qa_crowdfunding_money_laundering_and_terrorist_financing.pdf> (última consulta: 13 de enero de 2018).

- ESTELLÉS-AROLAS, E. y GONZÁLEZ-LADRÓN DE GUEVARA, F. (2012) «Towards an integrated *crowdsourcing* definition.». *Journal of Information Science* (aceptado y pendiente de publicación). Recurso on-line, disponible en <http://www.crowdsourcing-blog.org/wp-content/uploads/2012/02/Towards-an-integrated-crowdsourcing-definition-Estellés-González.pdf> (Última consulta: 13 de enero de 2018).

- HOWE, J. (2006). «The Rise of Crowdsourcing». *Revista Wired*. Recurso on-line, disponible en <https://www.wired.com/2006/06/crowds/> (Última consulta: 13 de enero de 2018).

- NEBOT, J. (2013). «¿Está regulado el crowdfunding o el crowdlending?» En *Arborius* blog. (21 de junio de 2013). Recurso on-line, disponible en: <http://blog.arboribus.com/esta-regulado-el-crowdfunding-o-el-crowdlending/>

- TUESTA, D. y RUBIO, A. (2015). «BBVA Research: regulando el crowdfunding financiero» en *Periódico Gestión*. Recurso on-line disponible en: <https://gestion.pe/opinion/bbva-research-regulando-crowdfunding-financiero-90156> (última consulta 13 de enero de 2018).

- VV.AA. «Contrato de mediación o corretaje», en Wolters Kluwer. Recurso on-line disponible en <http://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx> (Última consulta 13 de enero de 2018).

- VV.AA. (2014). «Donación remuneratoria», en *Enciclopedia jurídica*. Recurso on-line disponible en: <http://www.encyclopedia-juridica.biz14.com/d/donaci%C3%B3n-remuneratoria/donaci%C3%B3n-remuneratoria.htm> (última consulta 12 de enero de 2018).

- VV.AA. (2015) «Los seis riesgos financieros del crowdfunding». En *BBVA Research*, 27 de enero de 2015. Recurso on-line, disponible en: <https://www.bbva.com/es/seis-riesgos-financieros-crowdfunding/> (Última consulta el 13 de enero de 2018).

- VV.AA. (2018). *¿Qué es el capital riesgo?* Recurso on-line, disponible en: <https://www.emprendepyme.net/que-es-el-capital-riesgo.html> (última consulta: 13 de enero de 2018).

- VV.AA. (2018). *El préstamo participativo: concepto y características*. Recurso on-line, disponible en: <https://www.emprendepyme.net/el-prestamo-participativo-concepto-y-caracteristicas.html> (última consulta: 13 de enero de 2018).

- VV.AA. (2018). *Subvenciones y ayudas para PYMES*. Recurso on-line, disponible en: <https://www.emprendepyme.net/subvenciones-y-ayudas-para-pymes.html> (última consulta: 13 de enero de 2018).

B. LEGISLACIÓN

- Real Decreto de 24 de julio de 1889, texto de la edición del Código Civil.
- Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal.
- Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico.
- Ley 5/2015 de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial.

C. JURISPRUDENCIA

- STS 1185/1994, Sala Primera, de lo Civil, de 27 de diciembre de 1994.
- *State of Washington vs. Altius Management, LLC*, Edward J. Polchlopek III. NO 14-2-12425-2 SEA. State of Washington King County Superior Court. Jul. 22-2015.
- STS 462/2015, Audiencia provincial de Barcelona, de 26 de noviembre de 2015.