

Crowdfunding en Europa: el difícil equilibrio entre regulación y mercado

Rebeca Carpi Martín

Profesora Titular de Derecho Civil

Esade Law School- Universidad Ramón Llull

RESUMEN

Se describen las políticas europeas de la Comisión sobre crowdfunding, realizándose un estudio comparado de las principales legislaciones de los Estados miembros en la materia, incluyendo la reciente regulación bancaria española de fomento de la financiación empresarial. Se critica la parquedad regulatoria de las plataformas de financiación participativa y se muestra su conexión con las Directivas sobre servicios de la sociedad de la información, publicidad engañosa y prácticas comerciales desleales

PALABRAS CLAVE

Crowdfunding. Plataformas de financiación participativa. Derecho comparado

CÓDIGO JEL/ JEL CODES

K 12, K 21, K 32, K 33

ABSTRACT

European Commission legal policies on crowdfunding are describe in this work, as well as a comparative-law analysis of the main EU jurisdictions on this matter, including the recent banking Spanish rules to promote entrepreneurial financing. The scarcity of special rules on participative financing platforms is criticized. We show their connection with Directives on information society services, misleading advertising, and disloyal commercial practices.

KEYWORDS

Participative financing platforms. Comparative law

1. LA COMISIÓN EUROPEA Y SU INTERÉS POR EL CROWDFUNDING

Desde que el 3 de junio de 2013 se hiciera visible, por primera vez, el interés de la Comisión europea por el fenómeno financiero del *crowdfunding* dentro de la UE, se han intensificado los esfuerzos por abordar este mecanismo de financiación, haciendo énfasis, especialmente, en su consolidación en Europa como una de las posibles alternativas al clásico modelo de financiación bancaria¹. Múltiples seminarios, informes y presentaciones, acompañados de colaboraciones con grupos de expertos en todos los países de la UE, muestran ese más que notable interés de la Comisión por dar seguimiento a este sector sin que por otra parte, hasta ahora, considere oportuna la elaboración de normas europeas específicas sobre *crowdfunding* (así lo destaca en su informe de 3 de mayo de 2016²), pero sí revisar con detalle la evolución del sector y su regulación en normas nacionales ya promulgadas o en proceso de elaboración.

Esa atención de la Comisión tiene mucho que ver con el potencial de este método financiero, sobre todo para pequeñas empresas, autónomos y *start-ups*³, y su consolidación o crecimiento como vía clave para incrementar el empleo en Europa⁴. En realidad, ése es un potencial que parece hallarse en el origen del *crowdfunding*, y aparece sistemá-

¹ "The practice is becoming more and more wide-spread since the financial crisis, as banks' lending activity is reduced and access to finance is more difficult. In 2012 crowdfunding in Europe saw an estimated 65% growth compared to 2011 and reached € 735 million. This figure is promising compared to the shrinking European venture capital market of € 3 billion, although it stays modest if compared to the European IPO markets (in the range of € 16.5 billion)" [http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf].

² Documento de trabajo de la Comisión europea: "Crowdfunding in the EU Capital Markets Union", (accessible en: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/crowdfunding/index_en.htm#maincontentSec1).

³ Tal como muy recientemente analizan Bottiglia, R., Pichler, F., et al, en su obra *Crowdfunding for SMEs. A European Perspective*, Palgrave Macmillan Publishers, London, 2016, que toma como punto de partida precisamente el de la importancia de acometer ese reciente fenómeno financiero desde diversas perspectivas (financiera, empresarial y jurídica, entre otras), como base imprescindible desde la que diseñar normas europeas que permitan el desarrollo armónico del *crowdfunding* teniendo en cuenta su potencial para las Pymes pero también sus riesgos para inversores no profesionales y consumidores en particular (Bottiglia & Pichler, "Introducción", pp. 2-3).

⁴ Como destaca Ibañez Jiménez, J.W., "[l]a actividad microfinanciera se erige así, en la Europa del desempleo, como una solución preferente para la recuperación del crecimiento que los organismos de la Unión esperan consolidar en el entorno de 2020, fecha en la que habrán de evaluarse los resultados de los actuales programas de empleo comunitario" ("La sostenibilidad del sistema financiero: sentido e impacto del factor regulatorio", *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, 2013, núm. 14, p. 158).

ticamente como argumento en defensa de su utilidad⁵. No es para menos teniendo en cuenta las cifras de negocio que se generan ya a través de crowdfunding y, sobre todo, su tasa de crecimiento anual. Aunque no existen cifras completamente precisas, dada la dificultad para detectar todas las plataformas *on line* que operan en cada país y el volumen recaudado en cada una, en diversos informes se ofrecen cantidades aproximadas que la propia UE acepta como suficientes. A modo de ejemplo, los informes realizados por el Centro para las Finanzas Alternativas de la *Judge Business School* de la Universidad de Cambridge. Según los datos que ofrecía en febrero de 2015, a través de un total de 255 plataformas europeas encuestadas en 27 países se recaudaron, para emprendedores, artistas, PYMES, proyectos sociales y de energías renovables, y causas benéficas, un total de 4.655 millones de euros en el año 2014. La cifra se ha elevado a 5.431 millones en 2015⁶. Respecto del año 2013 la tasa de crecimiento de la recaudación en 2014 fue del 15% (similar a la generada respecto de 2012, del 144%). La cifra de crecimiento se ha moderado en el año 2015, pero sigue siendo muy respetable (del 92% respecto de 2014)⁷. A destacar también, en estos informes, que el 74.3% en 2014 y el 81% en 2015 de ese volumen de recaudación se genera en Reino Unido, líder indiscutible en Europa en materia de *crowdfunding*⁸. En el mercado de Estados Unidos, por otra parte, se situó en 11.560 millones de dólares el total de financiación generada a través de plataformas de *crowdfunding* en 2014, con una tasa de crecimiento del 163% respecto del año anterior,

⁵ Como descubridor del concepto inicial de *crowdsourcing* se destaca a Jeff Howes, primero en su artículo de prensa "The rise of crowdsourcing", publicado en Wired (<http://www.wired.com/2006/06/crowds/>), el 1 de junio de 2006, en el que ya avanzaba cómo el poder de la colaboración en internet irrumpía como una nueva forma de negocio. Más tarde desarrollaba su idea en el libro *Crowdsourcing: why the power of the crowd is driving the future of business*, publicado en 2008 por Three Rivers Press (Random House), New York. En la misma época otros autores insisten en la importancia clave de internet como mecanismo facilitador de estas contribuciones masivas a la actividad productiva de una empresa (como Klemann, F., Voß, G. Günter., & Rieder, K, en su artículo "Un(der)paid innovators: the comercial utilization of consumer work through crowdsourcing", *Science, Technology & Innovation Studies*, vol. 4, n. 1, 2008, pp. 5-26 (accesible en <http://www.sti-studies.de/ojs/index.php/sti/article/view/81/62>, último acceso en noviembre 2016). Posteriormente surge la idea, más específica, del *crowdfunding* como sistema de colaboración financiera a través de internet. Entre los primeros autores que profundizan en el concepto financiero destacan Kevin Lawton y Dan Marom, con su libro *The Crowdfunding Revolution: Social Networking Meets Venture Financing*, publicado en su primera edición en 2010 por McGraw-Hill. Desde una perspectiva jurídica destaca, entre los primeros trabajos académicos sobre el *crowdfunding*, el artículo de Bradford, S., "Crowdfunding and the Federal Securities Laws", *Columbia Business Law Review*, 2012, num. 1, pp. 1 a 150. En este trabajo el autor ya plantea el que parece ser el gran debate al respecto: cómo y con qué intensidad regular el *crowdfunding* y, sobre todo, hasta qué punto someterlo a las exigencias de la normativa de los mercados financieros regulados. Una revisión sintética pero muy completa sobre la evolución del concepto puede leerse en Pichler y Tezza, I., "Crowdfunding as a new Phenomenon: Origins, Features and Literature Review", en Bottiglia, R., Pichler, F., et al, *Crowdfunding for SMEs. A European Perspective*, pp. 6-14.

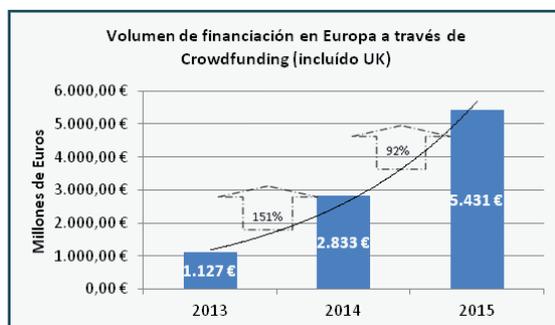
⁶ De acuerdo con el último informe sobre el mercado europeo publicado por el CAF (*Centre For Alternative Finance*) de la Universidad de Cambridge (*Judge Business School*), elaborado por Zhang, B., Wardrop, R, Ziegler, T., Lui, A., Burton, J., James, A., y Garvey, K.; *Sustaining momentum. The 2nd alternative finance industry report*, Septiembre 2016, p. 24 (accesible en http://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-european-alternative-finance-report-sustaining-momentum.pdf).

⁷ *Ibidem*, n. 4.

⁸ Entre las causas para esa ventaja en Reino Unido, más allá de razones culturales y de contexto económico-financiero en general, se encuentra también el equilibrio que su regulación mantiene entre flexibilidad en los requisitos para operar, en el ámbito del *crowdfunding* de capital y de préstamo (*equity* y *lending crowdfunding*, respectivamente), y la protección que ofrece a los inversores. Me refiero más tarde a esta regulación y sus características.

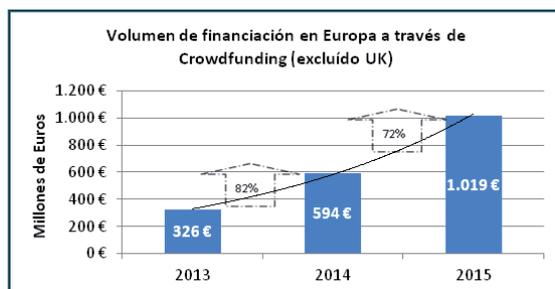
ascendiendo la recaudación en 2015 a unos 36.170 millones de dólares y una tasa de crecimiento del 213%⁹.

Figura 1. Volumen de financiación en Europa a través de Crowdfunding (incluido UK).



Fuente: Cálculos del autor a partir de los datos del CAF (Centre For Alternative Finance) de la Universidad de Cambridge (Judge Business School), elaborado por Zhang, B., Wardrop, R., Ziegler, T., Lui, A., Burton, J., James, A., y Garvey, K.; *Sustaining momentum. The 2nd alternative finance industry report*, Septiembre 2016.

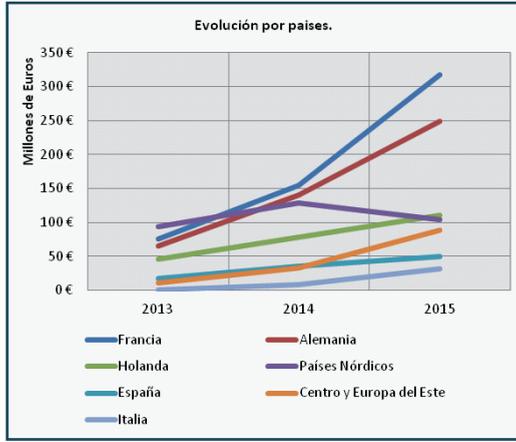
Figura 2. Volumen de financiación en Europa a través de Crowdfunding (excluido UK).



Fuente: Cálculos del autor a partir de los datos del CAF (Centre For Alternative Finance) de la Universidad de Cambridge (Judge Business School), elaborado por Zhang, B., Wardrop, R., Ziegler, T., Lui, A., Burton, J., James, A., y Garvey, K.; *Sustaining momentum. The 2nd alternative finance industry report*, Septiembre 2016.

⁹ Según datos del informe del CAF (Centre For Alternative Finance) de la Universidad de Cambridge (Judge Business School), elaborado por Wardrop, R., Rosenberg, R., Zhang, B., Ziegler, T., Squire, R., Burton, J., Arenas, E., y Garvey, K.; *Breaking New Ground. The Americas Alternative Finance Benchmarking Report*, Abril 2016, (accessible en http://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/breaking-new-ground/#.V8_oeTXHVIU).

Figura 3. Evolución del volumen de financiación a través de Crowdfunding por países.



Fuente: Cálculos del autor a partir de los datos del CAF (Centre For Alternative Finance) de la Universidad de Cambridge (Judge Business School), elaborado por Zhang, B., Wardrop, R, Ziegler, T., Lui, A., Burton, J., James, A., y Garvey, K.; *Sustaining momentum. The 2nd alternative finance industry report*, Septiembre 2016.

El optimismo ante las posibilidades de este sector alternativo, aún pequeño frente al tradicional, pero nada despreciable, convive con la preocupación por los riesgos que lo acompañan, que no han sido aún completamente delimitados ni abordados, pero que abarcan cuestiones tan diversas y complejas como el blanqueo de capitales, el respeto a los derechos de propiedad intelectual o la adecuada protección de los consumidores e inversores. No así la estabilidad del mercado financiero que, según la propia Comisión europea, no se ve amenazada por la aparición de estos nuevos canales dado su tamaño y naturaleza, a diferencia de lo que en España afirma la Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial, que en la exposición de motivos destaca como una de las razones para regular este sector precisamente la de salvaguardar la estabilidad financiera reservando esta actividad a entidades autorizadas y reguladas.

Precisamente en esto de la regulación, su alcance y límites, se encuentra uno de los mayores riesgos para lograr la mayor eficiencia en esta actividad financiera emergente dentro de Europa. La propia Comisión lo advierte reiteradamente en sus comunicaciones e informes. En la comunicación de 27 de marzo de 2014 ya destacó, entre otros obstáculos, los relacionados con la dispersión y falta de tipificación de los modelos de *crowdfunding* que ya funcionan en diversos países de la UE y, con ello, la posible ausencia de un marco normativo común que permita el desarrollo transnacional del *crowdfunding* de acuerdo con las directrices del plan de acción para la creación de un mercado de capital integrado en la UE¹⁰. Veamos con algo más de detalle este panorama legal.

¹⁰ Comisión Europea, *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, accessible en http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_en.htm#action-plan.

2. LA REGULACIÓN DEL CROWDFUNDING EN EUROPA

Pocos fenómenos despiertan tan pronto el interés legislativo como este del *crowdfunding*. En esta materia parece que la primera llamada de atención se ha derivado, más allá del volumen total del negocio generado cada año, de sus tasas de crecimiento que, como hemos visto, dan cuenta de su potencial. Conscientes de ese potencial, los legisladores europeos tienen presentes los riesgos que lo acompañan, acentuados especialmente en el caso de aquellos que se acercan a este ámbito por su fácil acceso y las expectativas que genera respecto a una rápida financiación para unos y una aparentemente fácil ganancia o gratificación (incluso no patrimonial) para otros. Pero también se contemplan como muy prometedoras sus ventajas para cubrir los vacíos que las fórmulas financieras tradicionales generan, y su atractivo para el público, al permitir la participación en un nuevo entorno en el que la ausencia de intermediarios tradicionales y la interacción facilitan la innovación y generan un sentimiento de acción colectiva que ofrece, en definitiva, beneficios no necesariamente patrimoniales pero considerablemente atractivos¹¹, que lo consolidan como sector alternativo al sistema financiero tradicional¹², sobre todo para las generaciones que ya han crecido en el entorno tecnológico¹³.

Quizás por ese rápido y considerable crecimiento se explica que a mediados de 2016 ocho de los países de la UE, incluyendo los de mayor peso a nivel político y económico, tengan ya aprobada (no siempre en vigor), alguna normativa específica en materia de *crowdfunding* (Italia, Reino Unido, Francia, España, Alemania, Austria, Portugal, y Finlandia por orden de aprobación), y que, aunque sin regulación específica, en la mayoría de los países restantes estén operando diversas plataformas de *crowdfunding* a las que se les aplica un amplio y variado abanico de normas, en función del Estado y, sobre todo, de su sofisticación finan-

¹¹ Apunta Rodríguez de las Heras Ballell, T., que "el *crowdfunding* adquiere un perfil propio que lo hace despegarse de una mera réplica electrónica de los canales tradicionales de financiación que lo abocarían a la desaparición tan pronto como éstos volvieran a reactivarse y la confianza en el sistema institucional del mercado de la financiación retornara a las economías mundiales" ("El *crowdfunding*: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos", *Pensar en Derecho*, 2013, núm. 3, p. 104).

¹² Entre las razones para escoger invertir o prestar dinero a través de plataformas de *crowdfunding*, apunta la encuesta europea sobre *crowdfunding* desde la perspectiva del usuario, realizada por la Universidad de Brighton, las cuatro siguientes: 1) expectativas de alto rendimiento; 2) interés, motivación o curiosidad por nuevas empresas (*start-ups*) o compañías específicas; 3) descontento o desconfianza con el sector financiero tradicional; 4) la ventaja de esta nueva forma de inversión que diversifica más el riesgo. Curiosamente en el grupo de entrevistados en relación al *crowdfunding* de capital o inversión, al menos el 70 por ciento de los encuestados apuntaban como razón para la inversión la de la motivación o curiosidad por la empresa a financiar (Daskalakis, N., *Update on crowdfunding user's awareness*, 2016, accesible en http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160217-presentations-ecsf-fsug_en.pdf).

¹³ Que son quienes mejor comprenden y comparten este nuevo canal financiero. Como destaca el informe OXERA sobre conocimiento de riesgos y oportunidades del *crowdfunding* en algunos países europeos, las tasas de conocimiento son significativamente más elevadas entre los encuestados de edades comprendidas entre 18 y 34 años que entre los mayores de esa edad y, sobre todo, respecto de los mayores de 45 años (*Ibidem*).

ciera¹⁴. Se genera así, desde luego, una complejidad más que considerable, especialmente para aquellas plataformas que quieren operar a nivel transnacional, al tener que adaptar su configuración y régimen de funcionamiento al Derecho propio de cada Estado. Aunque en el caso de las grandes plataformas no es un obstáculo excesivamente problemático, para las de dimensión más local la necesidad de cumplir en cada Estado con un régimen jurídico distinto, que en la mayoría de los casos debe armonizarse con la normativa del sector financiero tradicional (incluidas las normas de adaptación de la Directiva MIFID), según las especificidades de cada régimen estatal, supone una barrera a su desarrollo transnacional que genera, cuanto menos, dudas sobre la conveniencia de esta dispersión de normas para la unidad de mercado europea¹⁵.

Veamos algunas de esas regulaciones en sus rasgos básicos. Lo limitado de estas páginas no permite abarcarlas todas ni tampoco hacer análisis exhaustivo de su contenido, pero sí aproximarse al contexto en el que se dictan y al objetivo de conjunto que parecen perseguir aquellas que, por diversos motivos, considero más interesantes. La de Italia, por ser el primer país europeo en aprobar una regulación específica sobre *crowdfunding*; la de Reino Unido, como país, aún en la UE, en el que mayor grado de desarrollo, cualitativo y cuantitativo, alcanza esta forma de financiación; la francesa, por ser la del país de la Europa continental con mayor volumen de financiación a través de este mecanismo; y la española, simplemente por ser la nuestra. Para una visión esquemática de todas estas regulaciones resulta muy útil el anexo 2 al informe de la Comisión Europea, que incorpora un cuadro comparativo de los rasgos básicos de las normas sobre *crowdfunding* aprobadas en diferentes países europeos¹⁶.

2.1. Italia

Italia, pionera en regulación en Europa, aprobó el 18 de octubre de 2012 el Decreto Ley 179/2012 (conocido como *Decreto de crescita bis*)¹⁷, de medidas urgentes para el desarrollo del país, convertido en ley el 17 de diciembre de ese mismo año (mediante la ley de conversión núm. 221)¹⁸. El régimen jurídico aprobado se completa con el Reglamento

¹⁴ Una panorámica completa, aunque cerrada en diciembre de 2015, y por ello ya ligeramente desfasada (la regulación finlandesa, por ejemplo, no estaba aprobada cuando se cerró el estudio), ofrece el informe de Aschenbeck-Florange, T., y Dlouhy, A., «Review of Crowdfunding Regulation & Market Developments for RES: "Unleashing the potential of Crowdfunding for Financing Renewable Energy Projects"», Diciembre de 2015, accesible en <http://www.crowdfundres.eu/wp-content/uploads/2016/06/CrowdFundRES-Crowdfunding-RES-Regulation-in-EU.pdf>. A esas regulaciones se suman, además, diversos Códigos de conducta y autorregulaciones impulsados por asociaciones y entidades del sector. A modo de ejemplo, el Código de Conducta de la *European Crowdfunding Network*, accesible en <http://eurocrowd.org/about-us/code-of-conduct-2/>.

¹⁵ Ese es, precisamente, uno de los riesgos que más ocupan y preocupan actualmente a la Comisión europea en materia de *crowdfunding*, que de una parte considera precipitado, en este momento, regular el *crowdfunding* a nivel europeo, de otra advierte con reiteración del peligro de una regulación local excesivamente fragmentada que merme las posibilidades del sector.

¹⁶ Comisión europea, Informe "Crowdfunding in the EU Capital Markets Union", 03/05/2016, pp. 34-51, accesible en http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf (último acceso en noviembre de 2016).

¹⁷ http://www.startsup.it/wp-content/themes/funding_press/files/DL_181012_179.pdf (último acceso en septiembre de 2016). (úl.

¹⁸ https://www.cliclavoro.gov.it/Normative/Legge_17_dicembre_2012_n.221.pdf, (último acceso en septiembre de 2016).

18592 de la CONSOB (*Commissione Nazionale per la Società e la Borsa*)¹⁹, que precisa el sistema de autorización, inscripción y disciplina de los portales *on line* que pueden intermediar en operaciones de *crowdfunding*, incluyéndolos así en el sistema financiero general gobernado por la CONSOB. A la normativa anterior se suma además la modificación realizada mediante Decreto-ley 3/2015, de 24 de enero de 2015, convertido en ley mediante la Ley 33/2015, de 24 de marzo. En esta última norma se amplía el ámbito subjetivo de posibles recaudadores de fondos mediante *crowdfunding*. En Italia, sin embargo, se regula únicamente el *crowdfunding* en su modalidad de microfinanciación mediante inversión o suscripción de capital, más conocido como *equity crowdfunding*²⁰, para la financiación de *Start-ups* y, desde 2015, también de pequeñas y medianas empresas innovadoras (PMI: *Piccola e Medie Impresa Innovative*)²¹. Para otro tipo de actividades de *crowdfunding* no hay regulación específica, y se someten a las normas generales en materia de préstamos (*crowdlending*)²², de donaciones y compraventas (*reward-based y donation-based crowdfunding*).

La regulación de esta modalidad de *crowdfunding* se enmarca en el objetivo más general de estimular el crecimiento de la economía italiana tras la crisis y, concretamente, en el caso de las *Start-ups* y *PMI innovative*, de hacerlo aprovechando el potencial que para solicitar y lograr financiación ofrece internet. Pero se tipifica, así, como decía, solamente uno de los modelos de *crowdfunding*; aquel en el que el “financiador” invierte en el proyecto ofertado obteniendo a cambio algún tipo de participación en la empresa financiada, sean acciones, participaciones, bonos u otros productos financieros como la deuda subordinada. Y se restringe el acceso a este régimen de *crowdfunding* tipificado a un colectivo específico, las *Start-ups*

¹⁹ <http://www.consob.it/main/documenti/bollettino2013/d18592.htm>, (último acceso en septiembre de 2016).

²⁰ Este trabajo no contiene una definición ni descripción de los tipos de *crowdfunding*, que son objeto de una investigación más amplia que se desarrolla gracias a una beca de investigación otorgada por Instituto Max Planck para el Derecho comparado y el Derecho Internacional Privado. Para una orientación básica sobre los diferentes modelos de *crowdfunding* (*equity-based crowdfunding, lending-based crowdfunding, reward-based crowdfunding y donation-based crowdfunding*) resulta útil, por ser aplicable a toda la UE, la breve descripción contenida en la Comunicación de la Comisión europea de 27 de marzo de 2014 (http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_es.pdf). La evolución en el sector, sin embargo, es constante, y genera subtipos dentro de cada modelo que merecen un desarrollo y análisis completo. Una visión clara de ese dinamismo y variantes puede apreciarse en el informe “Pushing boundaries. The 2015 UK Alternative Finance Industry Report”, de febrero de 2016, elaborado en el seno del CAF (Centre For Alternative Finance) de la *Cambridge Judge Business School* (Universidad de Cambridge), por Zhang, B., Baeck, P., Ziegler, T., Bone, J., y Garvey, K. (accesible en https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/pushing-boundaries/#.V8Q_vjXHvUv).

²¹ Entre los requisitos que se exigen a las PMI innovativas para acceder al régimen de *equity crowdfunding* de esta norma, se incluye la necesidad de que al menos los gastos en innovación representen ya sea el 3% del total de ingresos o ya del coste total en el negocio principal (la cifra que sea mayor), que haya cierto porcentaje de empleados doctorados cursando un doctorado (1/5) y que la entidad sea titular de al menos una patente. Como destaca Butturini, P., “all of these features are consistent with the concept of innovation, and, at the same time, they also limit the concept of innovation” (en “Financial Crowdfunding Regulation in EU Countries”, en Bottiglia, Pichler, et al, *Crowdfunding for SMEs. A European Perspective*, p. 197).

²² Como destaca Butturini, citando a la European Crowdfunding Network, “[l]ending crowdfunding platforms operate under the authorisation of the Bank of Italy as payment institutions and financial intermediaries (and the kind of authorisation required depends on the activities undertaken by the platform” (en *Crowdfunding for SMEs. A European Perspective*, p. 194).

y PMI, usando un segundo criterio selectivo, pues no sólo debe tratarse de *Start-ups* o PMI, sino también deben ser de naturaleza innovadora, de acuerdo con los requisitos legamente establecidos para recibir esa catalogación²³.

Se aprecian paralelismos entre esta regulación italiana y la *Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)* de Estados Unidos²⁴. La *JOBS Act*²⁵, firmada por el Presidente Obama el 5 de Abril de 2012, con el apoyo de demócratas y republicanos, fue aprobada antes que la regulación italiana, pero puesta en vigor más tarde, debido al retraso de la SEC (*United States Securities and Exchange Commission*, análoga a la CNMV en España) para precisar las normas reglamentarias para la aplicación de la ley. La *JOBS Act* facilita, en su título III, el *equity crowdfunding* a través de plataformas *on line* debidamente autorizadas por la SEC. Su objetivo, según reza la propia norma, es incrementar el empleo y el crecimiento económico en USA, mejorando para ello el acceso al mercado de capitales de lo que denomina "*emerging growth companies*", referidas en el título de la ley como "*Start-ups*", cuyos rasgos definitorios se recogen en la sección 101 de la *JOBS Act*. Lo hace diseñando un régimen que modifica la regulación general del mercado financiero norteamericano, al prever ciertas excepciones a las obligaciones de registro y de información previstas para agentes e instituciones de inversión dentro de la *Securities Act* de 1933 y la *Securities Exchange Act* de 1934. Pero el sistema dista mucho de ser de lo flexible y accesible que convendría al sector de las PYMES a las que se pretende favorecer, por lo que las críticas en la doctrina americana no se han hecho esperar²⁶.

De manera parecida la ley italiana pretende impulsar un perfil concreto de posibles financiados (*Startups* y *PMI*, que además sean innovadoras). Para ello contempla solo uno de los posibles tipos de *crowdfunding*, el de capital o inversión, dejando fuera de la normativa específica, y por tanto sin especiales adaptaciones más allá del régimen contractual general, al *crowdlending*, al *donation-based* y al *reward-based crowdfunding*. Como en la regulación americana, lo hace bajo la aparente justificación de que solo para esta modalidad de *equity crowdfunding* es necesario adaptar otras normas, en este caso las rígidas normas del mercado financiero, que no afectan al resto de modelos que no necesitan, así, de regulación específica. Desde la perspectiva del inversor, por otra parte, exige la ley italiana que para que una oferta de valores pueda ser aceptada es requisito esencial que un 5% del capital que se

²³ Lo que no quiere decir que otras entidades no puedan buscar financiación a través de *crowdfunding* que, eso sí, se someterá a las reglas italianas generales sobre mercados financieros, tal como destaca Butturini, (*Ibidem*).

²⁴ Como destaca, entre otros, Weinstein, R., "Crowdfunding in the U.S. and Abroad: What to Expect When You're Expecting", *Cornell International Law Journal*, vol. 46, num. 2, p. 441.

²⁵ Su texto es accesible en: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf>,

²⁶ La doctrina americana ha reaccionado a la *JOBS Act* destacando, entre otras cosas, su complejidad como norma y su defectuosa redacción. Entre otros, así lo hacen Bradford, C.S., "The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled", *Securities Regulation Law Journal*, 2012, vol. 40, num. 3, pp. 23 a 31, Ridley, D., "Will new regulation on crowdfunding in the United Kingdom and United States have a positive impact and lead to crowdfunding becoming an established financing technique?", *Statute Law Review*, 2016, vol. 37, num. 1, pp. 63-64 y Pierce-Wright, C., "State Equity Crowdfunding And Investor Protection", *Washington Law Review*, 2016, vol. 91, num. 2, pp. 847-886.

ofrece sea adquirido por un inversor profesional, lo que restringe las posibilidades de éxito de las ofertas emitidas sin que en realidad, se refuerce la protección al pequeño inversor que, entre otras cosas, no tiene acceso a la información que en el proceso de “*due diligence*” haya podido obtener el inversor profesional²⁷

La normativa italiana ha sido por ello duramente criticada. En especial, por lo restrictivo del perfil subjetivo que contempla, limitado a *Start-ups* y *PMI*, que deben además cumplir con los requisitos que configuran el perfil de “innovadoras” y que se especifican en los artículos 25 y siguientes del Decreto *crescita bis* para las *Start-ups* y en el art. 4 del Decreto de 24 de enero de marzo para las *PMI*. Pero también por pretender anteponer completamente el *crowdfunding* de inversión sobre otros modelos. Se la tacha así de inapropiada, tanto desde el plano económico, por no tener en cuenta ni la realidad de la economía italiana ni la potencialidad real del *crowdfunding* dentro de ella²⁸, como desde el plano jurídico, al ignorar completamente las tendencias normativas de otros países y haber diseñado una ley incompleta, ambigua y tendenciosa, que parece adaptada a las intenciones de ciertos agentes de los mercados de capitales de riesgo que buscan, así, no sólo ocupar un espacio financiero que escapa a sus esquemas habituales sino también lograrlo mediante una simplificación de las normas reguladoras propias del sector²⁹.

²⁷ Lo destaca así Vitali, A., al apuntar que “non è in alcun modo previsto che i risultati di tali analisi siano comunicati agli investitori *retail*: questi ultimi rimangono pertanto ignari degli specifici (anche se eventuali) fattori di rischio connessi con l’investimento, né sono in grado di valutare criticamente gli esiti delle verifiche che hanno condotto gli investitori istituzionali a effettuare l’investimento” (“*Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*” (*Rivista delle Società* 59, (2-3), 2014, p. 399).

²⁸ Entre otras cosas porque el *equity crowdfunding* no es, ni mucho menos, el que más recaudación está generando en Italia, ni tampoco en otros países. Para muestra de ello pueden revisarse los datos estadísticos recogidos en los informes del CAF (*Cambridge Judge Business School*), sobre mercado de *crowdfunding* en Europa, “*Moving mainstream. The European Alternative Finance Benchmarking Report*”, de febrero de 2015, elaborado por Wardrop, Zhang, Rau y Gray (accesible http://www.jbs.cam.ac.uk/index.php?id=6481#.V8_egTXHvIU), y *Sustaining momentum. The 2nd alternative finance industry report*, Septiembre 2016, elaborado por Zhang, Wardrop, Ziegler, Lui, Burton, James, y Garvey; (accesible en http://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-european-alternative-finance-report-sustaining-momentum.pdf). En ambos se hace evidente que el segmento que dentro del *crowdfunding* en general ocupa el *crowdfunding* de inversión es, en toda Europa, mucho menos que el ocupado, por ejemplo, por el *crowdlending*.

²⁹ Duramente crítica esta ley, entre otros, Laudonio, A., “La folla e l’impresa: prime riflessioni” en *L’Impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi. V Congresso Annuale dell’Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale “Orizzonti del Diritto Commerciale”*, Roma, 2014, 29 páginas (accesible en http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24322/laudonio_a_def.pdf). Más moderado, aunque también crítico, es Ferrarini, G., “I costi dell’informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati” en *Società, banche e crisi d’impresa, T. 3, Banche, mercati finanziari, crisi d’impresa*, 2014, Torino, Utet Giuridica, pp. 2090-2091.

2.2. Reino Unido

El Reino Unido es, con abrumadora ventaja, el país europeo en el que más actividad de *crowdfunding* se produce, y también en el que más rápidamente crece el mercado y se diversifican los modelos³⁰. Allí se recaudaron casi $\frac{3}{4}$ partes del total de lo recaudado en toda la UE durante el año 2015, alcanzando los 3.200 millones de libras esterlinas³¹. Los motivos para ese éxito son diversos, entre ellos está la cercanía cultural y económica con Estados Unidos, pero también el equilibrio entre regulación y mercado. Aunque el *crowdfunding* ya era un sector financiero creciente en el año 2011, hasta abril de 2014, y bajo el régimen general de la *Financial Services and Markets Act* del año 2000³², no entraron en vigor ciertas normas adaptadas a la especificidad del *crowdfunding* emitidas por la FCA (*Financial Conduct Authority*), sucesora en el control del sector financiero en cuestiones vinculadas a los consumidores, integridad del mercado y defensa de la competencia de la FSA (*Financial Service Authority*)³³. Las nuevas normas fueron, además, precedidas de un consistente período de consultas en el que se tuvo presentes a los diversos sectores relacionados con esta actividad, incluyendo a la industria de *crowdfunding* ya consolidada, las organizaciones de consumidores, los organismos de comercio, diversas empresas y otros grupos de interés. La nueva regulación, por otra parte, se ha desarrollado en un contexto político de amplio apoyo a la actividad del *crowdfunding*, que también ha contribuido a dotar de un entorno propicio al nuevo régimen. Se alaba³⁴, como factor esencial en la aprobación y seguimiento de la normativa sobre *crowdfunding* en Gran Bretaña, el papel de orientación y seguimiento desarrollado por la FCA ahora y antes por la FSA³⁵, que no solamente funciona como organismo de control y vigilancia, sino también de asesoramiento y asistencia a los diversos agentes y sujetos vinculados al sector, incluyendo una constante actividad de actualización de sus criterios de aplicación y de sus pautas para la interpretación de las normas aplicables.

³⁰ Con ímpetu se está desarrollando, tanto en Reino Unido como en Estados Unidos, una submodalidad tanto de *crowdfunding*, como de *equity crowdfunding*, vinculada al ámbito inmobiliario (*real state crowdfunding*), en la que se prestan fondos para promociones inmobiliarias, con garantías vinculadas a esas propiedades, en el caso del *lending*, o se emiten acciones u otro tipo de participaciones de una Sociedad Vehículo (SPV), para ofrecer así la inversión directa por parte de los financiadores. Para una idea básica sobre su rápido crecimiento puede leerse el artículo de Grout, V. "With \$1 Billion Invested And \$100 Entry Points, Real Estate Crowdfunding Grows Up" *Forbes*, 24 Marzo 2015 (acceso en <http://www.forbes.com/sites/vanessagrout/2015/03/24/with-2-5-billion-in-investments-predicted-for-2015-real-estate-crowdfunding-is-open-for-business/#394ed718737d>).

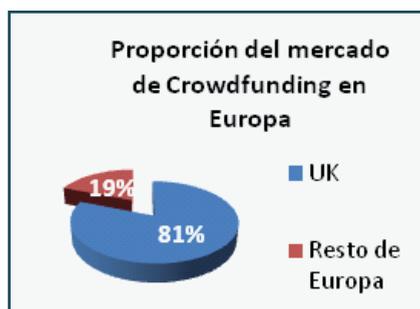
³¹ Como destacan Hornuf, L., y Schmitt, M., Reino Unido es el líder indiscutible del mercado europeo ("Success and Failure in Equity Crowdfunding", *CESifo DICE REPORT. Journal for Institutional Comparisons*, 2016, vol. 14, num. 2, p. 17).

³² *FCA Regulation PS14/4*, <http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-04.pdf>.

³³ Sobre la FCA, <https://www.the-fca.org.uk/about>.

³⁴ Wardrop, R., y Ziegler, T., "A case of regulatory evolution – A Review of the UK Financial Conduct Authority's Approach to Crowdfunding", *CESifo DICE REPORT. Journal for Institutional Comparisons*, 2016, vol. 14, num. 2, pp. 23-32.

³⁵ Weinstein, en *Cornell International Law Journal*, pp. 440-441.



Desde un punto de vista jurídico, el régimen del *crowdfunding* vigente en el Reino Unido presenta, además, otras ventajas respecto del italiano. Entre las más destacables, una que parece menor pero que le da una eficiencia notable: el hecho de tratarse de normas con un enfoque más técnico-financiero que jurídico-dogmático, que huyen de conceptualizar en exceso para centrar su objeto en la lógica del objeto regulado, sus riesgos y sus ventajas económicas reales. Y tomando, como principio de partida, la validez de este modelo de negocio, dentro del sistema financiero general con ciertas adaptaciones, pero sin necesidad de regular *ex novo* y al detalle todo el fenómeno. Bajo ese enfoque han adoptado ciertas normas específicas tanto para el *investment-based crowdfunding* (*equity*), como para el *loan-based crowdfunding* (*crowdlending*), en tanto que mecanismos financieros ambos accesibles al consumidor como posible inversor o prestamista. Se han incluido entre los posibles receptores de financiación todo tipo de proyectos empresariales y de consumo, y se han previsto medidas de protección al financiador, especialmente dentro del *equity crowdfunding*, que parten de un enfoque principalmente centrado en su capacidad para comprender y evaluar los riesgos y beneficios potenciales de las inversiones complejas o inusuales que acometa, y no se limitan a fijar un límite cuantitativo absoluto con independencia de su capacidad patrimonial y sus ingresos netos³⁶.

Como explica la propia FCA, su regulación limita las posibilidades de invertir a los inversores no institucionales. Exige a las plataformas de *crowdfunding* que limiten sus ofertas directas bien a individuos que reciban asesoramiento reglado (a través de agentes o entidades especializadas), bien a los que pueden ser calificados como inversores sofisticados (por estar profesionalmente conectados con el sector financiero, por ejemplo), esto es, de amplia experiencia en inversiones y por ello sobradamente capaces de entender y evaluar los riesgos del sector, bien a los de "alto valor neto" (*high net-worth individual*), esto es, que tienen unos ingresos anuales superiores a 100.000 libras o bien activos netos invertibles superiores a 250.000 libras). Para los sujetos que no encajen en ninguna de estas categorías, a los que denomina "*ordinary retail*

³⁶ Una revisión sintética del régimen implementado por la FCA para el *crowdfunding* de inversión puede verse en <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf>.

investors”, además de obligar a las plataformas de *crowdfunding* a que comprueben su nivel de comprensión sobre los riesgos de la inversión (de los que deben informar de manera clara y no manipulada, incluyendo un test posterior para medir el grado de entendimiento), las plataformas deben obtener la confirmación por parte del inversor de no estar invirtiendo más de un 10% de sus ingresos netos anuales³⁷. En el caso del *loan-based crowdfunding*, que hasta abril de 2014 no se hallaba sometido a la autoridad y supervisión de la FCA³⁸, se hace especial énfasis en asegurar una adecuada protección al consumidor que opera como prestamista (financiador a empresas o a otros consumidores) o como prestatario (préstamos de consumo, si el prestamista es un profesional). Eso implica, entre otras cuestiones, la necesidad de contar con la autorización de la FCA poder facilitar estas operaciones de préstamo, para lo cual se requiere contar con un mínimo de capital social, que no es excesivamente alto (50.000 libras), pero sobre todo se exige a las operadoras de *crowdfunding* el mantenimiento de un estricto sistema de reglas de gestión de fondos de los clientes, y el cumplimiento preciso del deber de transparencia, que incluye el proporcionar información clara, justa y no engañosa, que ofrezca datos comparativos y, en general, toda aquella información que sea relevante para cada transacción concreta.

2.3. Francia

Francia es el país europeo continental con mayor volumen de capital recaudado a través de *crowdfunding*, con una cifra de 154 millones de euros en el año 2014 y de 318 millones en 2015. Sus cifras, aun siendo muy inferiores a las británicas, se sitúan claramente por delante de todo el resto de la UE, incluida Alemania, a quien supera en un 28%³⁹. En Francia se aprobó una regulación específica para *crowdfunding* el 30 de mayo de 2014⁴⁰, que entró en vigor

³⁷ El sistema no es, por supuesto, perfecto, pues ni es posible garantizar plenamente la comprensión y aceptación efectiva del inversor no cualificado ni puede exigirse a las plataformas la comprobación exhaustiva de sus cualidades cognitivas. Como destaca Weinstein, R., (“Crowdfunding in the U.S. and Abroad: What to Expect When You’re Expecting,” *Cornell International Law Journal* 46, no. 2 (2013): 439), se trata en definitiva de un proceso de certificación que puede desincentivar a nuevos inversores, pero que parece más que razonable. Precisamente para reforzar su eficacia, la FCA mantiene una constante y efectiva actividad de información y guía. A modo de ejemplo, la guía sobre redes sociales y comunicación a los consumidores publicada en marzo de 2015 (<https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fg15-04.pdf>). En ella detalla, entre otras cosas, qué significa que las ofertas y propuestas financieras, sean claras, justas y no engañosas en este ámbito (“clear, fair and not misleading”).

³⁸ Desde abril de 2014 toda la actividad de vigilancia sobre créditos a consumidores, hasta entonces únicamente regulados por la *Consumer Credit Act* de 2006, fue transferida desde la *Office of Fair Trade* a la FCA, con reglas de actuación más estrictas, por lo que se estableció un período transitorio en el que todas las entidades (no bancarias) de crédito a consumidores debían adaptar su funcionamiento a los nuevos estándares de préstamo. Sobre el proceso de transición y su estado actual puede consultarse a Wardrop, R., y Ziegler, T., “A Case of Regulatory Evolution – A Review of the UK Financial Conduct Authority’s Approach to Crowdfunding,” *CESifo DICE Report* (Ifo institute for Economic Research e.V., 2016), pp. 26-27.

³⁹ De acuerdo con los datos proporcionados para 2014 por el informe *Moving mainstream. The European Alternative Finance Benchmarking Report*, p. 16 (accesible en http://www.jbs.cam.ac.uk/index.php?id=6481#V8_egTXHVLU) y los recogidos en el informe *Sustaining momentum. The 2nd alternative finance industry report*, p. 51, para 2015, (accesible en http://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-european-alternative-finance-report-sustaining-momentum.pdf).

⁴⁰ *Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif* (accesible en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000029008408>).

en octubre del mismo año tras haber sido desarrollada reglamentariamente en septiembre de ese año⁴¹. Los principales objetivos de esta normativa parecen ser dos. De una parte, flexibilizar el sector permitiendo a nuevas plataformas actuar tanto en operaciones de *crowdlending*, al crear una excepción al monopolio bancario existente hasta entonces en materia de crédito, como en operaciones de *equity crowdfunding*, al excepcionar también el sistema de autorización y licencia que se exige a las entidades que ofrecen servicios de inversión en mercados regulados. De otra, clarificar el régimen aplicable a las plataformas de "*financement participatif*", nombre que reciben en Francia las plataformas de *crowdfunding* (que España también ha adoptado), para dotar de un entorno de mayor seguridad y protección a quienes pretendan acceder a nuevas fórmulas financieras para, así, consolidar y desarrollar este modelo de financiación⁴².

Se destaca, como peculiaridad en la regulación francesa, el hecho de que incorpora dos nuevos estatutos jurídicos, opcionales y no imperativos, para plataformas dedicadas al *crowdfunding*, que se suman, así, al panorama de opciones previamente existentes, que ya permitían llevar a cabo actividades de financiación mediante préstamos o inversiones⁴³. El modelo CIP (*Conseil en Investissement Participatif*), está diseñando para plataformas dedicadas a actividades de *equity crowdfunding* (adquisición de acciones, participaciones, bonos y, también deuda garantizada), mientras que el modelo IFP (*Intermédiaire en Financement Participatif*) permite a las plataformas de financiación participativa facilitar operaciones de *crowdlending*. Ambos tipos de entidades deben registrarse en el ORIAS (*Registre unique des Intermédiaires en Assurance, Banque et Finance*)⁴⁴ para recibir su estatus como CIP o IFP, en cuyo caso pueden publicitar tal condición en sus páginas webs, como garantía para sus usuarios.

Frente a la rigidez del sistema italiano, y más en línea con la flexibilidad de modelos del sistema británico, parece que la regulación francesa avanza al impulsar el *crowdfunding* median-

⁴¹ Décret num. 2014-1053, de 16 de septiembre de 2014, relativo a la financiación participativa (accesible en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000029463569&categorieLien=id>). A lo largo de 2015 y 2016 se han producido varias modificaciones en la Ordonnance 2014-559. Entre las más significativas, la Ordonnance n° 2016-520 du 28 avril 2016 relative aux bons de caisse (<https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000032465520&categorieLien=id>) que introduce los mini-bonos, o "bons de caisse", como producto de inversión que puede ofrecerse a través de plataformas de financiación participativa sin necesidad de cumplir con la emisión del folleto que exige la Directiva MIFID y la normativa del mercado de valores francesa.

⁴² La nueva regulación ha sido bien recibida y parece que, por el momento, potencia el desarrollo del mercado, según relata el informe de la Comisión europea "Crowdfunding: mapping EU markets and events study", 2015, p. 65 (accesible en http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/20150930-crowdfunding-study_en.pdf).

⁴³ Principalmente las entidades de crédito y las de entidades de servicios de inversión debidamente autorizadas o licenciadas para ello, pero también bajo otras posibilidades más cercanas a los movimientos comunitarios de inversión, en empresas de algún modo orientadas a la mejora social, como los clubs CIGALES, creados en 1983, en los que sus miembros forman una comunidad indivisa a través de la cual invierten dinero en pequeños proyectos empresariales, bajo la cobertura legal de la Ley Monory de 1978 (<https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000518241>). Sobre los clubs CIGALES y su dinámica funcional puede verse a Arvind Ashta et al., "Social Innovation Lessons from Microangels? An Institutional Entrepreneurship Case Study of the CIGALES Movement in France," Burgundy School of Business, Paper num. 25, 2012 (accesible en <http://ssrn.com/abstract=2031732>).

⁴⁴ El registro en el ORIAS exige, lógicamente, el cumplimiento de una serie de requisitos legales. Entre otros, ser miembros de una asociación acreditada por al AMF (*Autorité des Marchés Financiers*), y suscribir un seguro de responsabilidad frente a los inversores/prestataarios.

te la diversificación de modelos de funcionamiento sin restringir los perfiles subjetivos que pueden acceder al sistema y, además, y en eso se distingue también del régimen británico, modificando por su nomenclatura y régimen legal el tipo de plataforma que intermedia en operaciones de inversión y de préstamo. A pesar de que eso podría parecer inicialmente más complejo, ha generado mayor confianza en los usuarios y ha contribuido al desarrollo del sector⁴⁵. Como rasgo positivo en el régimen francés se destaca, asimismo, la obligación de las plataformas de contratar seguros de responsabilidad que protegen al inversor como garantía complementaria a las obligaciones de información y formación al inversor que incorpora la norma⁴⁶

Es significativo asimismo, en el caso francés, que la regulación adaptada a las plataformas de intermediación en préstamos parece ser más protectora con los posibles prestatarios que la aplicable a los inversores en el régimen del *crowdfunding* de inversión. En el caso de las CIP no existe límite alguno a las posibles inversiones a realizar, y solamente se impone a las plataformas el deber de asegurarse de que la inversión ofrecida a cada inversor es acorde con su nivel de comprensión, experiencia, posición financiera y objetivos. Para ello, la norma obliga a las CIP a implementar un sistema de acceso restringido a las inversiones, en el que el inversor debe, en primer lugar, confirmar su comprensión de los riesgos de la oferta y demostrar su comprensión mediante un test sobre los específicos riesgos de cada inversión.

A diferencia del anterior, en relación a las IFP, plataformas orientadas al *crowdfunding* de préstamo, se prevén límites máximos de cantidad prestada por cada prestamista (1.000 euros por prestamista, año y proyecto en préstamos remuneratorios, 4.000 euros por prestamista, año y proyecto en préstamos sin interés), así como se prohíbe a las personas jurídicas actuar como prestatarias en préstamos sin interés. Ese trato diferente a inversores y prestamistas podría derivarse, entre otras causas, del mayor volumen del *crowdlending* (en Francia y en el resto de la UE, a excepción de Holanda). Solamente en Francia las operaciones de este tipo de microfinanciación mediante préstamo a consumidores (*Peer-to-Peer Consumer Lending*) supone un 42% del mercado total (135 millones de euros), a los que si sumamos las operaciones de préstamo a empresas (36 millones, con una tasa de crecimiento del 150% respecto del año anterior), resulta que un 54% del total financiado a través de *crowdfunding* en Francia se ha producido en forma de préstamos. Esa predominancia en el mercado podría explicar la mayor cautela del legislador francés a la hora de proteger a los financiadores mediante una mayor diversificación del riesgo, junto a la consideración, quizás, de que quien invierte debe asumir un mayor grado de riesgo y, por eso mismo, debe mostrar un mayor grado de diligencia en cuanto a información y formación, sea o no consumidor, lo que justificaría, una vez acreditado lo anterior, no restringir su libertad en cuanto a la cantidad invertida.

⁴⁵ Según reporta el informe de la Comisión europea *Crowdfunding: mapping EU markets and events study*, 2015, p. 65 (accesible en http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/20150930-crowdfunding-study_en.pdf).

⁴⁶ Así lo considera también Butturini, en *Crowdfunding for SMEs. A European Perspective*, p. 189.

2.4. España

Finaliza este breve recorrido con un apunte a la legislación sobre *crowdfunding* aprobada en España y sus rasgos característicos frente las normas expuestas, sin entrar, por tanto, en su análisis exhaustivo. Digamos de entrada, para situarnos en contexto, que aun con números más modestos el *crowdfunding* se ha asentado también en España, habiendo alcanzado los 50 millones de euros en el año 2015, con una tasa de crecimiento del 39% respecto de 2014 (36 millones), que a su vez supuso un incremento del 112% respecto del año 2013 (17 millones). España es, así, el quinto país de la UE en volumen absoluto financiado mediante *crowdfunding* (por detrás de Reino Unido, Francia, Alemania y los Países Bajos). Por el contrario, cuando la valoración se hace en términos relativos, per cápita, España se sitúa en el décimo-cuarto lugar dentro de la UE. Sorprende, por otra parte, que a diferencia del resto de países de la UE, en los que el mayor volumen de financiación se produce a través de préstamos a consumidores (*Peer-to-Peer Consumer Lending*, como fórmula más popular de *crowdlending*), en España este sector apenas alcanza el medio millón de euros en 2015, siendo el sector en el que más financiación se logra el de los préstamos a empresas (*Peer-to-Peer Business Lending*), con una cifra en 2015 de 21,8 millones de euros⁴⁷. Podría ser consecuencia, más allá de otros condicionantes económicos (mayor duración e impacto de la crisis financiera que en otros países), de un sustrato cultural distinto en el que subyace un mayor temor sobre los riesgos de no retorno del capital prestado (y, lógicamente, de no percepción de los intereses acordados) cuando el prestatario es un consumidor o simplemente de la asunción general, tal como hace también la ley que regula el *crowdfunding*, de que este sistema de financiación es más apropiado para necesidades profesionales que personales.

Vayamos a la norma. El 27 de abril de 2015 fue aprobada la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial, cuyo objetivo explícito, y evidente ya en el título de la norma, es el de facilitar el acceso a la financiación, bancaria o de otro tipo, a las pequeñas y medianas empresas. Dentro de este objetivo general se incluye, como objetivo específico, el de impulsar el desarrollo de métodos alternativos de financiación, entre otros, el de la microfinanciación colectiva a través de plataformas *on line* que la ley llama, siguiendo el ejemplo francés, "plataformas de financiación participativa", y que se regulan en el Título V. Quizás la primera crítica que puede hacerse a la norma tiene que ver con sus defectos de técnica normativa y de corrección terminológica, como ya se ha destacado antes en relación a algún equívoco en su texto⁴⁸. Parecería, por el Título de la Ley y por su preámbulo, que al estilo de la italiana se limitase a regular el acceso a la microfinanciación colectiva de

⁴⁷ Todos los datos se han obtenido del informe *Sustaining momentum. The 2nd alternative finance industry report*, pp. 68-71, (accesible en http://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-european-alternative-finance-report-sustaining-momentum.pdf).

⁴⁸ Como Álvarez Royo-Villanova, S., que destaca lo incorrecto de referirse a quien presta la financiación como inversor en todo caso, habida cuenta de que la ley no sólo regula el *crowdfunding* de inversión, sino también el de préstamo ("El «equity crowdfunding» o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. 61, 2014, p. 30).

pequeñas y medianas empresas, pero luego resulta que también se refiere a la posibilidad de obtener financiación para proyectos formativos o de consumo, esto es, contemplando como posible financiado al consumidor. Lo cierto es que si bien su objetivo general no queda en entredicho por ello, sí que resulta algo confuso que en una norma dirigida especialmente a potenciar el acceso a la financiación de las PYMES se incluya bajo un mismo título la posibilidad de solicitar fondos “promocionando proyectos empresariales, formativos o de consumo”. Cierto es que existen previsiones adaptadas al promotor-consumidor (la propia nomenclatura promotor resulta chocante aplicada al consumidor, por cierto), pero no hubiera estado de más separar con algo más de claridad ambos perfiles⁴⁹.

A diferencia de otros países, y en esto cabe hacer una crítica más dura, la ley española regula de manera conjunta inversiones y préstamos (*equity crowdfunding* y *crowdlending*), en un articulado que resulta, a este respecto, de incómodo manejo, puesto que las lógicas de funcionamiento de la inversión y el préstamo no comparten más que el hecho canalizarse a través de plataformas *on line*, separándose en aspectos sustantivos decisivos como el tipo de sujetos que acceden a una y a otro, el tipo de contrato y relación jurídica que surge en cada modelo, sus riesgos y ventajas. Eso, amén de generar una confusión innecesaria a la hora de aislar el régimen aplicable en uno u otro caso, obliga a recorrer el Título V en un ir y venir constante para acotar debidamente todo lo aplicable a cada caso. Hubiera sido deseable, y no excesivamente complejo que, sin adoptar dos estatutos jurídicos para las plataformas dedicadas a uno u otro tipo, como hace la norma francesa, se hubieran regulado aspectos comunes (como el régimen de registro y autorización de las plataformas, o las normas disciplinarias) de manera conjunta, para después separar en lo específico el *crowdfunding* de inversión del *crowdlending*.

Puesto que no corresponde a esta reflexión ahondar en detalle ningún régimen nacional concreto, poco más puede destacarse en la ley española que no haya surgido en las regulaciones previamente apuntadas. Como en los demás sistemas brevemente abordados, las plataformas quedan sujetas a la autoridad financiera competente para ello en España, la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), como entidad responsable de autorizarlas, supervisarlas y sancionarlas cuando proceda, fijándose un elenco de requisitos para su autorización que incluyen mínimos de capital social, garantías sobre la honorabilidad y preparación profesional de sus responsables, así como de su fiabilidad y capacidad para prestar servicios electrónicos, entre otros. También como otros sistemas, y concretamente de modo parecido al sistema italiano (también de Estados Unidos) y el de Reino Unido, el legislador

⁴⁹ Resulta extraño, por otra parte, que el art. 86.2 de la ley cuando prevé respecto del promotor-consumidor que busca financiar un proyecto de consumo o formativo que en tal caso se considerará a las plataformas de financiación participativa como intermediarias según lo dispuesto por la Ley 16/2011 de crédito al consumo, opte por regular de forma tan alambicada la exención del requisito de emitir una oferta vinculante y de proporcionar información precontractual que esa ley exige a los prestamistas profesionales. Quizá hubiera sido mejor simplemente eximir a las plataformas de ese requisito, habida cuenta de que ni hacen oferta ni emiten información y publicidad precontractual, pues toda esa actividad recae, por la lógica funcional de estas plataformas, en el propio promotor, que “ofrece, comunica y publicita” su proyecto buscando posibles inversores.

español distingue entre inversores acreditados y no acreditados, fijando para los segundos un límite máximo de inversión por proyecto y plataforma al año (3000 por proyecto, 10.000 por plataforma), mostrándose, así, menos osado que el legislador francés, a quien sigue en otras cuestiones como, por ejemplo, la inclusión de la etiqueta “PFP”, de manera similar a las francesas IFP y CIP, en la denominación e información que las plataformas debidamente autorizadas incorporen en sus páginas webs y en toda su documentación. Como en todas las demás normas repasadas, no se regula de modo específico el *crowdfunding* de donación (*donation-based crowdfunding*), ni el de recompensa (*reward-based crowdfunding*, a veces llamado de compraventa). Solamente en Francia, y probablemente eso tenga que ver con la importancia del *crowdfunding* para proyectos personales, se incluye en el régimen del *crowdfunding* también al préstamo sin interés.

3. CONCLUSIÓN: RETOMANDO LAS DUDAS INICIALES

Sería osado, y hasta impertinente, extraer aquí valoraciones de fondo sobre el acierto o desacierto de las normas nacionales brevemente revisadas. Tampoco era ese el objetivo de estas breves reflexiones que pretenden, más bien, indagar en los motivos por los que la Comisión europea, dentro de su interés por el *crowdfunding*, se preocupa ante la aprobación de normas nacionales y duda sobre la conveniencia o no de una regulación europea que las armonice en lo esencial, sin atreverse, de momento, a dar pasos definitivos.

Lo cierto es que visto el panorama, la sensación es que con sus más y sus menos, todas las normas estatales comparten el suficiente sustrato común como para que las diferencias legales nacionales no sean un gran obstáculo al diseño de una normativa europea en materia de *crowdfunding* que, por otra parte, ya se encuentra sometido, en uno u otro aspecto, a otras normas europeas⁵⁰. Sin grandes diferencias jurídicas, sin embargo, es cierto que los matices que cada regulación introduce dificultan, en mayor o menor grado, la operatividad y eficiencia de las plataformas que pretenden operar a nivel europeo y, sobre todo, la de las plataformas pequeñas, más aún si estas se asientan en un país europeo mediano o pequeño, puesto que genera mayores dificultades para operar en otros Estados al requerir constantes adaptaciones a la estructura legal específica de cada territorio, con los costes que eso comporta. Digamos pues, que los obstáculos a la armonización no son jurídicos, y más bien jurídicamente tendría más ventajas que inconveniente.

Habrà que pensar, pues, que las dudas de la UE tienen más bien naturaleza económica y político-económica. En ese terreno no me atrevo más que a elucubrar, con mucha prudencia

⁵⁰ Entre otras: la Directiva 2000/31/CE, sobre servicios de la sociedad de la información, las Directivas de Publicidad Engañosa y prácticas comerciales desleales (Directiva 2006/114/CE y 2005/29/CE, respectivamente), la Directiva sobre contratación con consumidores y cláusulas abusivas (Directiva 1993/13/CEE). En el ámbito del mercado financiero, y afectando sobre todo al *equity crowdfunding*, se añadirían otras, entre las que estarían la Directiva refundida en 2014, sobre mercados de instrumentos financieros (MIFID) y servicios de inversión (2014/C/UE), la Directiva sobre servicios de pago (2007/64/CE).

sobre la base jurídica que hemos revisado. Diría, por una parte, que puesto que claramente la propia Comisión europea confirma y defiende las bondades de un mercado único europeo en el que encajaría este régimen jurídico armonizado para el *crowdfunding*, desde esa perspectiva una legislación armonizada sería ventajosa también y no surgen en ese terreno las objeciones. Podremos plantearnos, entonces, que quizás los factores que hacen dudar a la Comisión europea son menos técnico-económicos y más políticos. Y de ese tipo, en este terreno de la pura elucubración, se me ocurren al menos dos. Uno, que todavía el mercado del *crowdfunding* es pequeño y de reciente aparición, por lo parece prudente, no sé si conveniente, esperar para ver como evoluciona y se consolida, qué riesgos se confirman como reales y cuáles son sus consecuencias, y cómo afronta cada Estado esas variables, para finalmente adoptar la solución europea más efectiva⁵¹. Dos, que los grandes agentes del mercado financiero y crediticio estén buscando su lugar en este nuevo entorno financiero en el que aún no se han definido, pero en el que ya se están moviendo⁵². En tal caso, podría pensarse que la Comisión, antes de impulsar la elaboración de un régimen europeo, prefiere esperar a que se ubiquen esos poderes fácticos, a fin de adaptar la legislación a las complejidades que, desde luego, son significativas. O, quizás y eso sería menos encomiable pero ciertamente frecuente, a los intereses de esos grupos.

⁵¹ De momento, sin embargo, de todos los informes estadísticos que se citan en este trabajo resulta un crecimiento constante en el sector, que parece haber llegado para quedarse.

⁵² Uno de los riesgos identificados en el sector del *crowdfunding* como constante, con mayor o menor intensidad en cada país, es el de que se produzca un efecto "crowding out" en el que los pequeños inversores se vean desplazados por los inversores institucionales que son principalmente el sector bancario y los profesionales de los servicios de inversión. Puede verse ese factor de riesgo como constante en todos los países europeos analizados en el informe *Sustaining momentum. The 2nd alternative finance industry report* (accesible en http://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-european-alternative-finance-report-sustaining-momentum.pdf).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S.; "El «equity crowdfunding» o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. 61, 2014, pp. 13-58.
- ARVIND ASHTA ET AL., "Social Innovation Lessons from Microangels? An Institutional Entrepreneurship Case Study of the CIGALES Movement in France," Burgundy School of Business, Paper num. 25, 2012, accesible en <http://ssrn.com/abstract=2031732>.
- ASCHENBECK-FLORANGE, T., Y DLOUHY, A., *Review of Crowdfunding Regulation & Market Developments for RES: "Unleashing the potential of Crowdfunding for Financing Renewable Energy Projects"*, Diciembre de 2015, Osborne-Clarke, Germany.
- BRADFORD, C.S.;
 - "Crowdfunding and the Federal Securities Laws", *Columbia Business Law Review*, 2012, num. 1, pp. 1 a 150.
 - "The New Federal Crowdfunding Exemption : Promise Unfulfilled", *Securities Regulation Law Journal*, 2012, vol. 40, núm. 3, pp. 1-58, (accesible en <http://ssrn.com/abstract2066088>).
- BOTTIGLIA, R., PICHLER ET AL, *Crowdfunding for SMEs. A European Perspective*, Palgrave Macmillan Publishers, London, 2016.
- BUTTURINI, P., "Financial Crowdfunding Regulation in EU Countries *Crowdfunding for SMEs. A European Perspective*, Palgrave Macmillan Publishers, London, 2016, pp. 185-210.
- COMISIÓN EUROPEA;
 - Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones: "Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea", 27/03/2014 (http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_es.pdf).
 - Documento de trabajo: "Crowdfunding in the EU Capital Markets Union", 03/05/2016, (accesible en: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf
 - Informe: "Crowdfunding: mapping EU markets and events study", septiembre de 2015, (accesible en http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/20150930-crowdfunding-study_en.pdf
 - "Action Plan on Building a Capital Markets Union", (accesible en http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_en.htm#action-plan).

- DASKALAKIS, N., Update on crowdfunding user's awareness, 2016, (accesible en http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160217-presentations-ecsf-fsug_en.pdf).
- EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK, Código de Conducta (accesible en <http://euro-crowd.org/about-us/code-of-conduct-2/>).
- FERRARINI, G., "I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati" en *Società, banche e crisi d'impresa*, T. 3, *Banche, mercati finanziari, crisi d'impresa*, 2014, Torino, Utet Giuridica, pp. 2077-2096.
- GROUT, V. "With \$1 Billion Invested And \$100 Entry Points, Real Estate Crowdfunding Grows Up" *Forbes*, 24 Marzo 2015 (acceso en <http://www.forbes.com/sites/vanessagrout/2015/03/24/with-2-5-billion-in-investments-predicted-for-2015-real-estate-crowdfunding-is-open-for-business/#394ed718737d>).
- HORNUF, L., SCHMITT, M.; "Success and Failure in Equity Crowdfunding", *CESifo DICE REPORT. Journal for Institutional Comparisons*, 2016, vol. 14, num. 2, pp. 16-22.
- IBAÑEZ JIMÉNEZ, J.W.; "La sostenibilidad del sistema financiero: sentido e impacto del factor regulatorio", *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, 2013, núm. 14, pp. 143-168.
- LAUDONIO, A., "La folla e l'impresa: prime riflessioni" en *L'Impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi. V Congresso Annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale"*, Roma, 2014, 29 páginas (accesible en http://www.orizzontideldiritto-commerciale.it/media/24322/laudonio_a_def.pdf).
- PICHLER Y TEZZA, I, "Crowdfunding as a new Phenomenon: Origins, Features and Literature Review", en Bottiglia, R., Pichler, F., et al, *Crowdfunding for SMEs. A European Perspective*, Palgrave Macmillan Publishers, London, 2016, pp. 5-44.
- PIERCE-WRIGHT, C., "State Equity Crowdfunding And Investor Protection", *Washington Law Review*, 2016, vol. 91, núm. 2, 20 páginas, (accesible en <http://slr.oxfordjournals.org/>).
- RIDLEY, D, "Will new regulation on crowdfunding in the United Kingdom and United States have a positive impact and lead to crowdfunding becoming an established financing technique?", *Statute Law Review*, 2016, vol. 37, num. 1, pp. 63-64
- RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T.; "El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos", *Pensar en Derecho*, 2013, núm. 3, p. 101-123.
- VITALI, A., "Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio" *Rivista delle Società* 59, (2-3), 2014, pp. 371-402).

- WARDROP, R., ZHANG, B., RAU, R. Y GRAY, M.; "Moving mainstream. The European Alternative Finance Benchmarking Report", Febrero de 2015, Centre For Alternative Finance (CAF), Cambridge Judge Business School (accesible en http://www.jbs.cam.ac.uk/index.php?id=6481#.V8_egTXHvIU).
- WARDROP, R., ROSENBERG, R., ZHANG, B., ZIEGLER, T., SQUIRE, R., BURTON, J., ARENAS, E., Y GARVEY, K.; Breaking New Ground. The Americas Alternative Finance Benchmarking Report, Abril 2016, Centre For Alternative Finance (CAF), Cambridge Judge Business School, (accesible en http://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/breaking-new-ground/#.V8_oeTXHvIU).
- WARDROP, R., Y ZIEGLER, T.; "A case of regulatory evolution – A Review of the UK Financial Conduct Authority's Approach to Crowdfunding", *CESifo DICE REPORT. Journal for Institutional Comparisons*, 2016, vol. 14, núm. 2, pp. 23-32.
- WEINSTEIN, R., "Crowdfunding in the U.S. and Abroad: What to Expect When You're Expecting", *Cornell International Law Journal*, vol. 46, núm. 2, p. 428-453.
- ZHANG, B., WARDROP, R., ZIEGLER, T., LUI, A., BURTON, J., JAMES, A., Y GARVEY, K.; Sustaining momentum. The 2nd alternative finance industry report, Septiembre de 2016, Centre For Alternative Finance (CAF), Cambridge Judge Business School, (accesible en http://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-european-alternative-finance-report-sustaining-momentum.pdf).
- ZHANG, B., BAECK, P., ZIEGLER, T., BONE, J., Y GARVEY, K.; Pushing boundaries. The 2015 UK Alternative Finance Industry Report, Febrero de 2016, Centre For Alternative Finance (CAF), Cambridge Judge Business School (accesible en https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/pushing-boundaries/#.V8Q_vjXHvIUv).

Artículos