

Modelos jurídicos para el crowdfunding. Nuevas formas de financiación colectiva de proyectos Rodríguez de Las Heras Ballell, Teresa

I. Consideraciones iniciales. II. El crowdfunding en su contexto. III. Concepto, características y modalidades de crowdfunding. IV. Estructura, funcionamiento y sujetos participantes en el crowdfunding. V. Modelos jurídicos para el crowdfunding.

Abstract: El crowdfunding, frecuentemente traducido como "financiación en masa o colectiva", describe un amplio y variado fenómeno consistente en la creación de un entorno electrónico para la agrupación de un colectivo, la aportación de ideas, recursos y fondos y la interacción en red dirigida a apoyar conjuntamente proyectos, esfuerzos e iniciativas de individuos, organizaciones o empresas.

(*)

I. Consideraciones iniciales

El crowdfunding no es un fenómeno nuevo pero la coyuntura económica, el impulso tecnológico y su significación social le han conferido un perfil propio y han determinado su definitiva consolidación en la sociedad contemporánea. En efecto, en el crowdfunding confluyen factores económicos, sociales y tecnológicos que reflejan los profundos cambios experimentados por las economías modernas para tratar de responder a los retos de un mercado de la financiación que atraviesa una grave y profunda crisis y una sociedad que cuestiona los pilares sobre los que se venía sosteniendo el sistema de producción, creación y distribución tradicionales. Sobre este contexto social y económico, el factor tecnológico ha actuado como un potente facilitador de nuevas formas de interacción, intermediación y actuación colectiva que han hecho posible el despegue definitivo del crowdfunding.

El crowdfunding describe un amplio y variado conjunto de esquemas de financiación colectiva de proyectos de muy diversa naturaleza. Su desarrollo a través de redes sociales y plataformas P2P ha añadido además otras funciones que consiguen definir un perfil propio e innovador que lo distingue de una simple emulación electrónica de la financiación en masa. Las diversas modalidades de crowdfunding representan, en realidad, una oportunidad para canalizar campañas de financiación colectiva, con un alto grado de participación y con interesantes posibilidades de colaboración que aportan valor al simple proceso de aportación de recursos.

Analizado el contexto y los factores económicos, sociales y tecnológicos que explican el estado actual del crowdfunding (infra II), indagaremos en sus principales modalidades (infra III) para poder desbrozar a continuación su estructura y funcionamiento (infra IV) y comenzar así a plantear modelos jurídicos para el crowdfunding (infra V).

II. El crowdfunding en su contexto

Las economías contemporáneas basan esencialmente su crecimiento y, de hecho, la viabilidad de su propio funcionamiento en la disponibilidad y el acceso al crédito en condiciones razonables. Dada esta intensa dependencia estructural, la paralización del crédito y un dramático recorte de las fuentes de financiación se perciben como efectos demoledores de la reciente situación de crisis económica y, a la vez, como detonantes de un agravamiento de sus consecuencias. Junto con este estrechamiento de los canales privados de acceso al crédito, la caída en paralelo de la inversión pública ha hecho especialmente vulnerables en términos de financiación, entre otros, los proyectos culturales y artísticos, los proyectos de investigación científica (1) y, en general, aquellas iniciativas empresariales de pequeña y mediana dimensión.

Este retraimiento masivo de los principales actores del mercado de la financiación ha sido el primer factor coyuntural determinante de la emergencia de modelos de financiación alternativa. En este contexto, además, el cuestionamiento del papel de los mercados financieros y las instituciones bancarias ha acelerado una tendencia hacia la desintermediación financiera que ha dado forma a algunos de los esquemas de financiación alternativa de base "colectiva" o "comunitaria".

La necesidad, por tanto, de abrir nuevas vías de financiación y el deseo de reducir la dependencia de la intermediación financiera configuran el contexto socioeconómico que explica el desarrollo y crecimiento exponencial de fórmulas alternativas de financiación. (2) El denominado crowdfunding representa una de estas potentes corrientes de financiación alternativa. (3) En su emergencia, sin embargo, no sólo han sido determinantes los factores coyunturales de la situación económica mundial. El crowdfunding, en realidad, en su configuración actual, es el resultado de la convergencia de varios factores. Junto al económico, han confluído en la concepción y el desarrollo de las modalidades de crowdfunding un factor social y un factor tecnológico. En efecto, el crowdfunding, en sus diversas modalidades, es una manifestación más de los movimientos sociales de implicación comunitaria y acción colectiva. La creación de comunidades sociales y el aprovechamiento de las ventajas del hacer colectivo se han venido reflejando en numerosas iniciativas para la co-creación artística y cultura, la distribución, el uso y la explotación colectivos. Pero, en realidad, ha sido la palanca tecnológica la que ha hecho posible la materialización de estas propuestas, en todos sus ámbitos, y explica, por ende, su reciente proliferación. Las posibilidades de interacción, comunicación y actuación conjunta que ofrece la Red han creado un entorno idóneo para el desarrollo de estas iniciativas. Las estructuras de red social y plataformas P2P (peer to peer, o persona a persona) acogen con comodidad la creación y el funcionamiento de comunidades virtuales con y para muy diversos fines.

Esta infraestructura tecnológica hace viable el acceso a un amplio colectivo de usuarios en unas condiciones de interacción directa y multilateral, bajo coste y alcance territorial y subjetivo absolutamente desconocidas e inalcanzables mediante las fórmulas tradicionales de financiación por captación del ahorro público. Por tanto, la tecnología ha disparado el efecto multiplicador y de eficiencia del principio económico subyacente en la financiación en masa: la distribución del riesgo. En efecto, ante la reticencia de las instituciones financieras a concentrar sus inversiones en proyectos concretos y asumir así sus riesgos, la financiación en masa se basa en distribuir el riesgo entre un elevado número de aportantes que contribuyen con recursos en cuantía relativamente reducida, lo que les permite controlar y limitar el riesgo de pérdida, pero, a la vez, asegurar que la suma de todas las aportaciones alcanza (y muy frecuentemente supera) la cantidad suficiente para apoyar la iniciativa financiada. Con la misma función económica que vertebra los mercados financieros, las plataformas de crowdfunding actúan como mecanismos directos de asignación eficiente del (micro-) ahorro a la inversión tendentes, sin embargo, a la redistribución de los recursos y bajo un principio de cooperación. (4)

El componente tecnológico además no sólo ha actuado de facilitador de funciones ya conocidas y desarrolladas en el entorno

natural sino que ha incorporado otras nuevas funciones de un potente valor añadido. En efecto, la tecnología en red no sólo ha trasladado al entorno electrónico la función principal de financiación que haría del crowdfunding esencialmente un modelo de "financiación en masa" apoyado en las estructuras de interacción e intermediación electrónicas. El crowdfunding crea valor porque consigue superar la simple emulación funcional de los modelos de financiación existentes y ofrecer otras funciones y herramientas estratégicas. Mediante un adecuado diseño tecnológico, el crowdfunding no es sólo un modelo para el acceso a la financiación en masa, sino que aprovecha la creación de un entorno "comunitario" de interacción para reforzar el ciclo de la innovación, la fidelización y la toma de decisiones. Así, 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 estos volvieran a reactivarse y la confianza en el sistema institucional del mercado de la financiación retornara a las economías mundiales. Los diversos modelos de crowdfunding facilitan la identificación de nuevas ideas, la puesta a prueba de proyectos piloto, la investigación de mercados para el lanzamiento de nuevos productos, la retroalimentación de los procesos de innovación y mejora a partir de opiniones y recomendaciones de clientes, esquemas de fidelización, gestión de clientela, personalización de productos y campañas de publicidad, y, desde luego, captación de fondos. En definitiva, el crowdfunding consigue promover la emergencia de un entorno de toma de decisiones colectiva (5) sobre la infraestructura técnica y operativa de las redes sociales y los sistemas P2P.

El estudio de este complejo, variado e informe fenómeno que se conoce con la expresión de crowdfunding implica, en primer lugar, reconocer los factores que han determinado su nacimiento y que explican hoy su fuerte crecimiento. En este contexto social, económico, institucional y tecnológico se encuentra también la explicación de sus características principales y de la evolución de sus diferentes modalidades. Entendido esto, interesa, en segundo lugar, analizar la estructura y la operativa de los diversos modelos de crowdfunding para determinar el marco jurídico aplicable. Valorando así la adecuación de la normas existentes para atender las particularidades de este fenómeno y, en su caso, proponiendo reformas en la regulación o la adopción de reglas específicas.

III. Concepto, características y modalidades de crowdfunding

Como en tantos otros fenómenos nuevos, el crowdfunding se enfrenta primero al problema de la definición del concepto y la precisión terminológica. El término crowdfunding se ha generalizado en muchos idiomas para aglutinar fenómenos muy diversos que comparten esencialmente tres características. Primero, la base comunitaria y en masa que permite agrupar esfuerzos, recursos e ideas. Segundo, el objetivo principal pero no único de obtener financiación para un proyecto bajo esquemas jurídicos y económicos muy distintos. Tercero, el empleo de tecnología que permite la interacción e intermediación electrónicas para canalizar las funciones atribuidas a cada modalidad de crowdfunding. Por tanto, el término crowdfunding, frecuentemente traducido como "financiación en masa o colectiva", describe un amplio y variado fenómeno consistente en la creación de un entorno (electrónico) para la agrupación de un colectivo, la aportación de ideas, recursos y fondos y la interacción en red dirigida a apoyar conjuntamente proyectos, esfuerzos e iniciativas de individuos, organizaciones o empresas.

A partir de esta descripción propuesta, se puede comprobar que el uso de otros términos que en ocasiones se ofrecen como sinónimos del crowdfunding, describen en realidad una o varias modalidades del mismo. Así, el equity crowdfunding, el crowd financing, el micromecenazgo, el P2P Social Lending, los microcréditos o la microfinanciación colectiva identifican generalmente sólo algunos tipos de crowdfunding. Por ello, a los efectos de este trabajo, emplearemos en todo momento el término crowdfunding como el más general y omnicompreensivo del fenómeno que estudiamos, para referirnos, en particular, a cada modalidad, con otras expresiones más específicas.

Superada la cuestión terminológica, es preciso ahora hacer un esfuerzo de categorización de las diversas modalidades que se observan en el contexto social y económico. El crowdfunding se presenta con perfiles muy distintos que no siempre permiten un tratamiento conjunto desde la perspectiva de su formulación jurídica, su función económica, el modelo empresarial o la motivación social subyacente. En el estadio actual de evolución (6), ya han tomado forma cuatro tipos de crowdfunding, que analizamos a continuación (7): donation-based, reward-based, equity-based y lending o debt-based.

a). Donation-based crowdfunding. Este modelo de crowdfunding está dirigido a facilitar la recaudación de fondos para proyectos sociales. Se basa, por tanto, en aportaciones de usuarios en forma de donaciones para apoyar sin ánimo de lucro proyectos específicos de ayuda social liderados por organizaciones (generalmente, ONG), asociaciones o individuos. El carácter específico de los proyectos y la posibilidad de que a través de la plataforma de crowdfunding los donantes reciban información detallada y puntual sobre el estado de desarrollo del proyecto, la capacidad de interacción entre los usuarios, con los promotores e incluso con los beneficiarios del proyecto, y las oportunidades de seguimiento en tiempo real que ofrecería el empleo de adecuadas soluciones tecnológicas incorporadas en la plataforma refuerzan el compromiso de los donantes, incentivan las donaciones reiteradas y de mayor valor y consolidan una base idónea para construir relaciones de confianza estables en el tiempo.

b). Reward-based crowdfunding. En esta modalidad de crowdfunding, los usuarios contribuyen a la financiación de un proyecto específico con aportaciones económicas (de cuantía variable pero mayoritariamente reducida) a cambio de lo que genéricamente se denomina una "recompensa". Para que nos encontremos en esta modalidad de reward-based pura la recompensa no debe financiera. No obstante, es frecuente que determinadas plataformas ofrezcan una combinación de modalidades de financiación y, por tanto, dependiendo de la cuantía de la financiación se trate como reward-based en los tramos bajos y pase a operar como equity-based o incluso como debt-based en los tramos medios o altos.

Dentro de esta categoría, nos encontramos a su vez con al menos dos modalidades de reward-based crowdfunding según la relación entre la cuantía de la aportación y el valor relativo de la recompensa. En el primer modelo, el aportante ve compensada su contribución al proyecto, generalmente de cuantía reducida, con una recompensa de valor más bien simbólico y que no suele, sin embargo, corresponderse en términos de precio con la cantidad aportada. No obstante, el incentivo para la aportación y la motivación del aportante se encuentra en que la percepción del valor de la recompensa, en forma de bien, servicio o derecho, es muy superior a la cuantía aportada. Para la financiación de conciertos, obras de teatro o producciones cinematográficas, por ejemplo, se pueden ofrecer entradas VIP, encuentros con los artistas, copias firmadas, autógrafos o invitaciones para los pre-estrenos. (8)

En el segundo modelo, la aportación al proyecto se corresponde con el precio del producto o servicio que el aportante abona por anticipado. En estos casos, la relación entre el aportante y el promotor del proyecto se instrumenta como un contrato de compraventa, de obra o de prestación de servicios en el que el aportante anticipa el pago del precio convenido para que el promotor disponga de los

fondos que precisa para desarrollar la actividad. En el plazo acordado, el promotor entrega al aportante como contraprestación el bien, la obra o el servicio financiado en las condiciones pactadas. Es frecuente que se recurra como elemento de atracción a una rebaja del precio si se paga como aportación anticipadamente, empleando así uno de los efectos propios de las llamadas "compras grupales o colaborativas". (9)

La distinción entre el primer modelo y el segundo no es siempre clara pues además de la relación entre la aportación realizada y el precio de la recompensa o contraprestación, hay que tomar en consideración la propia percepción que el aportante tiene del valor real o simbólico de la recompensa recibida y el carácter obligatorio o de mera liberalidad con que se concibe la prestación por el promotor del proyecto de la contraprestación prevista. Frente al valor simbólico de un encuentro con los artistas tras la obra o la exacta correspondencia entre la aportación y el precio final del videojuego cuyo desarrollo ha sido financiado por crowdfunding, proyectos de investigación médica que han visto recortar dramáticamente los fondos públicos ofrecen, por ejemplo, la realización de un test genético a cambio de la aportación realizada.

c). Lending o debt-based crowdfunding. Esta modalidad de financiación en masa se construye sobre operaciones de préstamo entre el colectivo de usuarios (prestamistas) y los promotores del proyecto que buscan financiación. Esta categoría de crowdfunding presenta diferentes formatos según la función desempeñada por el intermediario (gestor de la plataforma de crowdfunding) y las condiciones económicas de los préstamos.

De un lado, el lending crowdfunding puede articularse de modo que el gestor de la plataforma actúe como un auténtico intermediario que recauda las aportaciones de los prestamistas —captando fondos reembolsables del público— y garantizando así la devolución de los préstamos en determinadas condiciones. Al instrumentar la financiación de esta forma, surgen importantes consecuencias regulatorias al emularse funciones propias de instituciones financieras sujetas a una estricta supervisión. Por el contrario, esta modalidad de préstamo colectivo puede estructurarse como una simple plataforma para la interacción directa entre prestamistas y prestatarios en la que la función del intermediario (10) (match-maker) (11) es simplemente proporcionar a los usuarios el acceso y el uso de este entorno electrónico para el intercambio de información, la identificación de intereses comunes, la agregación y centralización de relaciones (12) y la negociación y conclusión de las transacciones. Esta diversa operativa aleja la actuación de las plataformas de los tradicionales mercados regulados y, por tanto, minimiza las consideraciones regulatorias y de supervisión.

De otro lado, bajo el lending crowdfunding pueden desarrollarse diversos modelos de negocios en función de las condiciones económicas de los préstamos y las motivaciones principales de los participantes. Las operaciones de préstamo pueden celebrarse en condiciones similares a las del mercado, fijando un tipo de interés en función del análisis de riesgo y viabilidad del proyecto, de modo que la ventaja principal consiste en la desintermediación bancaria. O bien pueden inclinarse hacia modelos de social lending en los que la micro-financiación no implica el pago de interés alguno y donde la motivación de los prestamistas es apoyar proyectos en países en desarrollo o para colectivos especialmente vulnerables. En este punto, se engarzan con el emergente sector de las microfinanzas (13) que además de los grupos solidarios, fondos rotatorios o banco comunales, se canalizan a través de plataformas de P2P Lending (14) y Social Lending.

d). Equity-based crowdfunding o crowdfinvesting. El modelo del crowdfinvesting consiste en la financiación en masa de proyectos mediante la participación en el capital de la sociedad promotora. Así, la contribución recibida se trata como aportación de capital y el aportante se convierte en socio o accionista de la sociedad promotora del proyecto, con el derecho a participar, en las condiciones legales y estatutarias, en los beneficios de la compañía o a recibir, de otro modo, parte de las ganancias del proyecto. (15) Configurado de este modo, el crowdfunding se convierte en una auténtica alternativa para la financiación empresarial de gran fuerza transformadora. (16) A la vez, las consideraciones jurídicas que despierta su instrumentación son numerosas y precisan, en ocasiones, una reforma legislativa. Nos detendremos más adelante brevemente en estas cuestiones.

IV. Estructura, funcionamiento y sujetos participantes en el crowdfunding

Todas las modalidades de crowdfunding responden a una estructura relacional básica común que implica la participación mínima de tres sujetos: el promotor del proyecto, los aportantes al proyecto y el gestor de la plataforma. En cada tipo de crowdfunding, la naturaleza jurídica de la relación responderá a la finalidad, las motivaciones y el carácter de la transacción. Así mismo, la posición del gestor de la plataforma puede adoptar diversos perfiles en función de su grado de implicación en las relaciones entre los promotores y los aportantes y las funciones asumidas.

En primer lugar, el promotor del proyecto es la persona física o jurídica que solicita financiación para poner en marcha su iniciativa cultural, artística, científica o empresarial. Para ello emplea la plataforma de crowdfunding como escenario de presentación de su proyecto para atraer el interés de posibles aportantes con una adecuada identificación de los riesgos y del potencial de su iniciativa.

En segundo lugar, los aportantes son los usuarios interesados en apoyar el proyecto del promotor con ideas, fondos o recursos de diverso tipo. La base sociológica del crowdfunding se inclina hacia la participación preferente de personas físicas como aportantes, si bien nada impide en la estructura y la operativa de la plataforma ni en el concepto mismo de la financiación en masa que los aportantes pudiera ser personas jurídicas. La filosofía de "la fuerza de lo pequeño" y el potencial de "la multitud" alejaría, en principio, estas estructuras de la intervención de grandes compañías que, de hecho, desde una perspectiva práctica, dispondrían de otras vías propias más adecuadas para participar e invertir en proyectos, pero técnicamente no hay obstáculos estructurales ni operativos insalvables. Desde el punto de vista de la relación subyacente, según la modalidad de crowdfunding, los aportantes serán donantes, prestamistas, compradores o destinatarios del servicio (previamente contratado y abonado) o auténticos socios, partícipes o accionistas de la sociedad promotora del proyecto.

En tercer lugar, la figura del gestor de la plataforma de crowdfunding es la más compleja y multifacética. El gestor de la plataforma puede adoptar perfiles muy diversos que en sus extremos responden a dos posiciones bien alejadas.

De un lado, el gestor de la plataforma puede actuar simplemente como un prestador de servicios cuya función principal es crear un entorno cerrado de interacción electrónica y proporcionar a los usuarios registrados el acceso a los servicios y las aplicaciones básicas que precisan los promotores para publicar sus proyectos, lanzar la campaña de financiación, y hacer un seguimiento del estado de la misma, y que facilitan a los aportantes realizar sus contribuciones, interactuar con los promotores y, en su caso, utilizar

cualquier otra funcionalidad prevista (emisión de opiniones, participación, toma de decisiones, seguimiento, etc.). En estos casos, se entablan dos tipos de relaciones entre las partes. (17) En primer lugar, la relación entre el gestor de la plataforma y los usuarios de la plataforma (promotores y aportantes). Este contrato —contrato de acceso/membership agreements—, que puede ser diferente para promotores y aportantes, regula las condiciones para el acceso, la pertenencia y el uso por parte de los usuarios de la plataforma de crowdfunding. La prestación de estos servicios puede ser gratuita o retribuida —mediante una cuota fija o un porcentaje sobre las transacciones realizadas en la plataforma— pero requiere la previa identificación del usuario mediante el registro. En virtud de este contrato, el gestor asume determinadas funciones que aseguran la operativa de la plataforma: controlar el acceso, prestar servicios añadidos (calificación crediticia, gestión de pagos), si está previsto, emitir las reglas reguladoras de la plataforma (políticas, reglas, principios), supervisar su cumplimiento y, en su caso, aplicar la política de infracciones y sanciones. En definitiva, el gestor actúa como un intermediario electrónico generador de un entorno de confianza y fiabilidad. (18) Su responsabilidad vendrá determinada por el programa prestacional pactado en el contrato de acceso, esencialmente como prestador de servicios. En segundo lugar, dentro del entorno ya creado, se entablan las relaciones directamente entre los usuarios de acuerdo con la finalidad de cada plataforma. Así, se celebran contratos de donación, de préstamo, de compraventa con pago anticipado o de participación societaria. En estos contratos horizontales entre los usuarios de la plataforma, el gestor no interviene de forma directa ni intermedia en su celebración o ejecución.

De otro lado, sin embargo, el gestor de la plataforma puede adoptar una posición más activa, al encargarse de la captación de los fondos, gestionar las aportaciones o tramitar los préstamos garantizando su devolución. En estos casos, los gestores parecen emular las funciones de los intermediarios financieros, lo que hace que se activen todas las alarmas regulatorias y de supervisión. Se abre entonces el profundo debate sobre la regulación del crowdfunding. De un lado, se argumenta, someter a los gestores a las mismas normas estrictas de los intermediarios financieros de los mercados regulados ahogaría el crecimiento del sector y le arrebataría el sentido mismo de la desintermediación que se encuentra en el origen del fenómeno y entre las principales motivaciones de sus partidarios. De otro lado, sin embargo, se advierte que permitir el desarrollo de funciones reguladas sin someterse a la supervisión propia de estos sectores debilita la protección de los consumidores, genera una situación de competencia desleal con respecto a los intermediarios regulados, activa el riesgo sistémico y puede afectar a los intereses generales. Por ello, las propuestas de regulación se dirigen fundamentalmente al diseño de un modelo intermedio que valore las posibilidades de aligerar la carga regulatoria para estos intermediarios, incluir exclusiones en la normativa aplicable para el crowdfunding o eximir a los gestores de las plataformas del cumplimiento de determinadas obligaciones en ciertas condiciones. (19)

V. Modelos jurídicos para el crowdfunding

El crecimiento arrollador de las plataformas de crowdfunding y las cifras abrumadoras sobre su capacidad de captación de fondos colocan este interesante fenómeno ante importantes retos: prevenir el fraude, mitigar los riesgos, generar confianza, evaluar los proyectos, minimizar los conflictos de intereses, resolver los problemas de identificación, proteger los derechos de los aportantes, gestionar las relaciones que nacen tras la aportación. Ante todos estos desafíos se están diseñando respuestas tecnológicas, empresariales, operativas y organizativas sobre las que se superpone además el delicado debate sobre su regulación. La decisión sobre su regulación ha de asumir, primero, la variedad de modelos de crowdfunding y la diversidad de estructuras transaccionales (donaciones, préstamos, compraventas, aportación de capital) para detectar las áreas de regulación críticas (protección de consumidores, crédito al consumo, cuestiones fiscales sobre mecenazgo, derechos de los socios). Pero además, debe meditarse con especial atención si pueden trasladarse miméticamente las categorías de inversor, intermediario, consumidor, prestamista o socio y accionista, sobre las que se apoyan las diversas disciplinas en su configuración actual, a las posiciones ocupadas por las partes en los modelos de crowdfunding o se debe, por el contrario, replantear estos esquemas y por ende las normas aplicables.

En efecto, en los esquemas de crowdfunding que responden a las variantes de donation, reward o debt el modelo contractual que permite articular el entorno de financiación es fácil o al menos relativamente sencillo de identificar: contratos de donación, de compraventa o de licencia con pago anticipado y de préstamo, esencialmente. Sin embargo, la definición del marco normativo aplicable plantea cuestiones cuya solución ya no resulta tan evidente. Primero, la posibilidad de que las partes acuerden en el contrato, que adopta con naturalidad la forma de contrato de adhesión con condiciones generales (estándar para la plataforma de crowdfunding o personalizado para cada promotor), la ley aplicable (y la jurisdicción competente o sistema alternativo de resolución de conflictos). Segundo, la naturaleza civil o mercantil del contrato en aquellos sistemas jurídicos en los que tal calificación determina la aplicación de normas diferentes. Tercero, el sentido mismo de la aplicación en estos supuestos de las normas de consumo y, en general, de protección de la parte débil (cliente bancario, prestatario para fines distintos de los empresariales, consumidor, adherente, comprador en ventas a distancia). Finalmente, y en atención a las consideraciones previas, la facultad de las partes (promotor y aportante) para regular libremente las condiciones del contrato.

Con todo, dentro de las modalidades de crowdfunding, es el modelo de inversión participativa (equity crowdfunding o crowdinvesting) el que despierta un mayor número de consideraciones jurídicas y plantea, por ello, los retos más acuciantes. De un lado, en la medida en que invade la esfera altamente supervisada y de estricta regulación de las operaciones de captación del ahorro público en los mercados financieros (20), abre el debate sobre la viabilidad y la conveniencia de sujetar la actividad de las plataformas de crowdfunding al marco regulador y de supervisión financiera y, en su caso, con qué alcance. De otro, plantea igualmente cuestiones operativas sobre cómo estructurar una financiación en masa y, por ello, tendencialmente dispersa, cambiante y atomizada, y, en ocasiones, captada para un único proyecto, a través de las herramientas del Derecho de sociedades (ejercicio de derechos, entrada y salida de socios, toma de decisiones, transmisión de participaciones).

En relación con el primero de los problemas, el sorprendente crecimiento en número de plataformas y cuantía de la financiación pronto hizo urgente plantear la regulación del crowdfunding entre dos fronteras: de un lado, no ahogar el fenómeno con reglas que supusieran cargas innecesarias y entorpecedoras, y, de otro, asegurar la protección de los derechos de los participantes y los intereses en juego y conjurar, en particular, el riesgo sistémico en el mercado de la financiación.

La primera regulación legislativa del crowdfunding es la contenida en el Título III (21) de la Jumpstart Our Business Startups Act (22), conocida como JOBS Act, adoptada el pasado mes de abril de 2012 en los Estados Unidos. (23) El objetivo de la norma es esencialmente aligerar la carga regulatoria de las plataformas de crowdfunding (denominadas funding portals) (24) sin descuidar la protección de los intereses generales y de los derechos de los inversores, asegurando, por tanto, el registro de los gestores de la plataforma como intermediarios y el cumplimiento de determinadas condiciones (obligaciones de información, prohibiciones, límites

en la cuantía del ofrecimiento al público y de la aportación, protección de datos). Sin embargo, la articulación efectiva de esta regulación depende del desarrollo regulatorio que la SEC (Securities Exchange Commission) lleve a cabo en el plazo legalmente establecido (31 de diciembre de 2012). Los recientes cambios institucionales y la propia complejidad de la regulación esperada apuntan hacia un retraso inevitable en la adopción de estas normas que ya tendría lugar en el último trimestre del año 2013. Mientras tanto, no obstante, el vibrante mercado del crowdfunding no se ha detenido a la espera de la aprobación de la normativa reguladora. De un lado, considerando el ámbito de aplicación del Título III de la JOBS Act, las modalidades de reward-based crowdfunding pueden seguir operando, aunque su capacidad recaudatoria es menor, para captar fondos para la financiación de proyectos. De otro lado, las auténticas plataformas de equity-based crowdfunding han ideado fórmulas estructurales y operativas para satisfacer las directrices de la nueva regulación, aun sin contar con el detalle reglamentario de la SEC. En primer lugar, han recurrido a la celebración de acuerdos de cooperación con entidades de servicios de inversión acreditadas que permiten que la plataforma actúa como un simple intermediario y la prestación de servicios de inversión para el ofrecimiento al público de instrumentos financieros sea asumido por el intermediario financiero asociado. En segundo lugar, se somete a ciertas condiciones el registro a la plataforma tanto desde la posición de los aportantes, que han de ser inversores profesionales, como desde la posición de los promotores del proyecto, a los que se exige la presentación de una serie de documentos que respalden su iniciativa y permitan a los potenciales inversores evaluar los riesgos. En todo caso, estas decisiones estratégicas son coyunturales y habrá que esperar a las normas que dicte la SEC en cumplimiento del llamamiento legal.

En el contexto europeo, las propuestas de regulación se centran en similares materias y se dirigen básicamente a aligerar la carga regulatoria sin mermar la protección de los participantes. (25) En este sentido, por tanto, se sugiere la previsión armonizada de un régimen simplificado sobre el folleto informativo en las ofertas públicas de valores bajo el umbral cuantitativo (5 millones de Euros) (26), el replanteamiento de la prohibición de ofrecer participaciones al público por parte de determinados tipos sociales, la posibilidad de eximir o atenuar la carga obligacional a los intermediarios (gestores de las plataformas) cuando capten fondos reembolsables del público con respecto al régimen de acceso al mercado de las entidades de crédito y su supervisión prudencial, la armonización de normas sobre organizaciones de inversión colectiva en valores mobiliarios o la aclaración de si la plataforma puede ser calificada como Sistema Multilateral de Negociación de acuerdo con la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). (27)

En relación con la segunda de las cuestiones, la relativa a la organización de la participación y el ejercicio de los derechos de los aportantes en el contexto de la disciplina societaria, hay que considerar dos opciones. De un lado, se puede pensar en la conveniencia de reformar algunos de los elementos propios del Derecho de sociedades para facilitar la financiación por proyecto y el ejercicio de derechos por un accionariado disperso, atomizado y cambiante. De otro lado, se puede recurrir a fórmulas organizativas capaces de atenuar los efectos de ingobernabilidad que plantea la dispersión en la participación sin modificar necesariamente las reglas del marco normativo aplicable. En este sentido, se observan propuestas interesantes en el mercado para canalizar la financiación en masa a través de fórmulas y vehículos organizativos como las cuentas en participación (28) o la creación de comunidades de bienes (29) intermedias para agrupar el disperso y numeroso colectivo de aportantes/financiadores.

Se requiere, por tanto, ahora un ágil y rápido esfuerzo para perfilar los modelos jurídicos que permitan la consolidación del crowdfunding sin mermar su potencial y sin descuidar la protección de los derechos e intereses implicados en esta atractiva e imparable corriente hacia nuevas oportunidades de financiación.

La tecnología una vez más no sólo ha sido un potente facilitador de funciones, actividades y estructuras conocidas, sino que ha mostrado una gran fuerza transformadora para impulsar fenómenos existentes hacia escenarios desconocidos que aportan valor, representan retos nuevos y obligan a reconsiderar nuestros principios, nuestras reglas y nuestra concepción del modelo de convivencia social. El crowdfunding nace como una respuesta a un contexto coyuntural de difícil y reducido acceso a la financiación pero se ha convertido en una estimulante pregunta sobre cómo podemos y cómo queremos (re-)pensar nuestro sistema económico, haciendo posible fórmulas colectivas, participativas y colaborativas que animan a soñar con otra forma de entender nuestra sociedad.

Especial para La Ley. Derechos reservados (Ley 11.723).

(*) Profesora Titular de Derecho Mercantil Universidad Carlos III de Madrid.

(1) "Ayúdeme a investigar", El País, 23 de febrero de 2013; "How to Fund Commercialization of University Research? Crowdfunding, of Course!", Forbes, 11 de febrero de 2013.

(2) BEST, Jason; SHERWOOD, Neiss; JONES, Davis, "How Crowdfund Investing Helps Solve Three Pressing Socioeconomic Challenges", Crowdfund Capital Advisors, pp. 3-5.

(3) De acuerdo con los datos del Crowdfunding Industry Report. Market Trends, Composition and Crowdfunding platforms, Massolutions, Mayo 2012, www.crowdsourcing.org, en abril de 2012 había 452 plataformas de crowdfunding activas y las estimaciones de crecimiento para final de año alcanzaban las 536 plataformas en diciembre de 2012. El mayor número de plataformas se concentra en Estados Unidos (119) seguido de Europa, en particular, en Reino Unido (44), Francia (28), Holanda (29), Alemania (20) y España (18). El número de campañas financiadas que ya supera a nivel mundial 1 millón, sin embargo, es superior en Europa con 654.000 frente a las 532.000 en Estados Unidos. Sólo en el año 2011, se captaron mediante crowdfunding 1500 millones de dólares y todos los datos apuntan hacia un crecimiento continuo en todas las variables.

(4) FELBER, Christian, "La economía del bien común", Barcelona: Ediciones Deusto, 2012.

(5) DE BUYSERE, Kristof; GAJDA, Oliver; KLEVERLAAN, Ronald; MAROM, Dan, "A Framework For European Crowdfunding", 2012, www.crowdfundingframework.eu, p. 9.

(6) Entre las plataformas de crowdfunding más conocidas se encuentran: Kickstarter, CrowdCube, Symbid, MyMicroInvest, WiSeed, Innovestment, Seedrs, BanktotheFuture, CrowdMission, Partizipa, Lanzanos, Goteo, Verkami, TheCrowdAngel, Suma, Indiegogo, RocketHub, entre otras muchas.

(7) COLLINS, Liam; PIERRAKIS, Yannis, "The Venture Crowd. Crowdfunding Equity. Investment into Business", Julio 2012, www.nesta.org.uk; DE BUYSERE, Kristof; GAJDA, Oliver; KLEVERLAAN, Ronald; MAROM, Dan, "A Framework For European Crowdfunding", op. cit., pp. 9-11.

(8) KAPPEL, Tim, "Ex ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Modelo Fort he U.S.?", 29 Loy.L.A.Ent.L.Rev.,

2008-2009, pp. 375-385.

(9) Esta fórmula de pre-venta ha conseguido colocar ya tres proyectos financiados a través de la plataforma de crowdfunding Kickstarter entre los primeros que han logrado superar la barrera del millón de dólares: la reedición en papel del cómic "The Order of the Stick"; un soporte para el Iphone (Elevation Dock); y el videojuego "Double Fine Adventure".

(10) Sobre las funciones de los intermediarios BAILEY, Joseph P. & BAKOS, Yannis, "An Exploratory Study of the Emerging Role of Electronic Intermediaries", *Int.J.Electronic Commerce*, vol. 1, nº 3, Spring 1997, pp. 7-20.

(11) La auténtica potencialidad de las nuevas tecnologías no radica en la mayor disponibilidad de la información, ni siquiera en la mayor rapidez de su acceso, sino en la posibilidad de garantizar la atención de los agentes relevantes en las transacciones económicas. Ya advertía el premio Nobel Herbert Simon que "la riqueza de información crea la pobreza de atención". Y, sin duda, la atención se ha convertido hoy en un bien escaso, en una "commodity", "en torno a la cual ha de girar cualquier estrategia comercial en el ciberespacio" - ONTIVEROS, Emilio, "La economía en la red: nueva economía, nuevas finanzas", Madrid: Taurus, 2001, pp. 48 y 49. La función de los intermediarios incide directamente sobre esta variable atenuando su efecto obstaculizador.

(12) Este efecto es conocido en la teoría de la intermediación como "efecto Baligh-Richartz". Si en un mercado hay m compradores y n vendedores, son necesarias $m \times n$ relaciones. La posición central del intermediario reduce las relaciones necesarias a $m + n$. En mercados con numerosos compradores y vendedores - compruébese como pierde sentido la intermediación si m y/o n son igual a 1 y como no supone ventaja alguna cuando m y n son iguales a 2 - $m + n$ es sustancialmente menor que $m \times n$, lo que supone una considerable reducción de los costes de transacción.

(13) En la Cumbre del Milenio, celebrada en el año 2000, se fijó la erradicación de la pobreza extrema como el primero de los Objetivos del Milenio que debía alcanzarse en 2015 a nivel internacional —<http://www.undp.org/content/undp/es/home/mdgoverview/>—. El microcrédito representaría una de las herramientas principales para la lucha contra la pobreza —Declaración del Parlamento Europeo sobre el microcrédito, presentada de conformidad con el artículo 116 del Reglamento, con fecha 14.1.2008 (PE399.767, 0002/2008, DC\699727ES.doc)—. De ahí que la Comisión Europea haya centrado sus esfuerzos en identificar las necesidades de impulso y refuerzo del mercado de la microfinanciación y haya elaborado un conjunto de propuestas para su regulación —Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, "Iniciativa europea para el desarrollo del microcrédito en apoyo del crecimiento y del empleo", Bruselas, 13.11.2007, COM (2007) 708 final—. El microcrédito, sin embargo, carece de una definición única y determinante. Las diversas descripciones se asocian fundamentalmente con tres criterios: la cuantía (reducida, en general, no superior a 25.000 euros); la finalidad del crédito (el fomento de la competitividad y del espíritu emprendedor, así como la inclusión social); y, los destinatarios, al dirigirse a colectivos especialmente vulnerables como, según los países, mujeres y minorías entre los especiales beneficiarios. La determinación del concepto de microcrédito ha sido un tema recurrente en reuniones y congresos especializados -I Encuentro Nacional de Microfinanzas- Microfinanzas en España: "¿De qué estamos hablando?", Madrid, 15-17 de septiembre de 2010 —ICADE; "Conclusiones del Primer Encuentro Nacional de Microfinanzas y reflexiones sobre los principales elementos de discusión", Colección Cuadernos Monográficos, Nº 15, Julio 2011, Foro de Microfinanzas, Coord. Jaim DURÁN NAVARRO, pp. 52 y 53— y en el que hoy se sigue trabajando en el seno del Grupo de trabajo de Legislación Microfinanciera Española, integrado por más de 120 instituciones representantes del sector financiero y en colaboración con la Red Europea de Microfinanzas. JANSSON, T. y WENNER, M., "Financial regulation and its significance for microfinance in Latin America and the Caribbean", Washington, DC: Inter-American Development Bank Microenterprise Unit. Working Paper, 1997.GUTIÉRREZ NIETO, B., "Antecedentes del microcrédito. Lecciones del pasado para las experiencias actuales", Revista CIRIEC, España, Nº 51, abril 2005, pp. 25-50; GUTIÉRREZ NIETO, B., "Hacia una clasificación de los productos financieros sociales en España. Consolidación del microcrédito y primeros pasos de la creación de un banco ético", Boletín de Estudios Económicos, LXI (182), 2004, pp. 323-342; ROCK, R.; OTERO, M., "From margin to mainstream: the regulation and supervision of microfinance institutions", Acción Monograph Series Nº11, 1996; RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, M. D., "El microcrédito. Una mirada hacia el concepto y su desarrollo en Colombia", Universidad Nacional de Colombia, Facultad de Ciencias Económicas, Bogotá, Junio 2010.

(14) VERSTEIN, Andrew, "The Misregulation of Person-to-Person Lending", 45 U.C.D.L.Rev., 2011-2012, pp. 445-530.

(15) Esta alternativa permitiría distinguir a su vez entre dos modalidades de equity-based o investment crowdfunding: the securities model y the collective investment scheme (CIS) model. En el primero, el aportante recibe a cambio de su contribución la participación que le corresponda en el capital y los derechos como socio. En el segundo modelo, la aportación del inversor en el proyecto le da derecho a participar en las ganancias pero no se convierte en socio. UKIE Crowd Funding Report: A Proposal to Facilitate Crowd Funding in the UK, February 2012, p. 2.

(16) Se habla, de un lado, de una verdadera revolución en el corporate finance, con múltiples beneficios colaterales - PRIVÉ, Tanya, "Top 10 Benefits of Crowdfunding", Forbes, December 10, 2012; mientras que, de otro, también se alzan voces que plantean dudas sobre su potencial, considerando que, en realidad, la complejidad de la inversión no permite estandarizar el proceso de financiación, que el cumplimiento de la normas reguladoras resulta muy costoso y que parte de una extrapolación errónea de otros modelos de negocio de éxito que arrancan de fundamentos distintos - ISENBERG, Daniel, "The Road to Crowdfunding Hell", Harvard Business Review, April 23, 2012.

(17) Un detallado análisis de los contratos que apuntalan esta estructura triangular para la creación, la organización y el funcionamiento de entornos cerrados de negociación y contratación se ofrece en RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa, "El régimen jurídico de los Mercados Electrónicos Cerrados (e-Marketplaces)", Madrid: Marcial Pons, 2006 y resulta plenamente aplicable a las plataformas de crowdfunding adaptando, en lo necesario, las condiciones contractuales a las particularidades de cada modalidad.

(18) Que denominamos en nuestra propuesta sobre los "estratos de la intermediación", intermediarios de credibilidad. RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa, "Intermediación en la Red y responsabilidad civil. Sobre la aplicación de las reglas generales de la responsabilidad a las actividades de intermediación en la Red", Revista Española de Seguros, núm. 142, 2010, pp. 217-259; también publicado en VV.AA., I Congreso sobre las Nuevas Tecnologías y sus repercusiones en el seguro: Internet, Biotecnología y Nanotecnología, Madrid: Fundación Mapfre, 2011, pp. 13-50; RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa,

"La responsabilidad de los prestadores de servicios de intermediación y los estratos de la intermediación en la Red", Revista Derecho y Tecnología, núm. 11, 2010, pp. 69-96.

(19) Esta es la línea marcada por la reciente regulación estadounidense —Título III de la JOBS Act— y las propuestas de reforma y regulación en el contexto europeo, DE BUYSERE, Kristof; GAJDA, Oliver; KLEVERLAAN, Ronald; MAROM, Dan, "A Framework For European Crowdfunding", op. cit., pp. 28-32.

(20) BRADFORD, C. Steven, "Crowdfunding and the Federal Securities Laws", 2012 Colum.Bus.L.Rev., 2012, pp. 1-150.

(21) El Título III de la JOBS Act se denomina "Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012" o sencillamente "CROWDFUNDING Act".

(22) H.R. 3606, de 5 de abril de 2012.

(23) Sobre la historia prelegislativa y antecedentes de la norma, BEST, Jason; SHERWOOD, Neiss; JONES, Davis, "How Crowdfund Investing Helps...", op. cit., pp. 6-8.

(24) Mediante la incorporación de una excepción nueva en la Section 4 de la Securities Act of 1933 para las operaciones de crowdfunding.

(25) DE BUYSERE, Kristof; GAJDA, Oliver; KLEVERLAAN, Ronald; MAROM, Dan, "A Framework For European Crowdfunding", op. cit., pp. 28-32.

(26) Directiva 2010/73/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y la Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado Texto pertinente a efectos del EEE [Diario Oficial n° L 327 de 11.12.2010].

(27) Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo [Diario Oficial L 145 de 30.4.2004] Que define en su artículo 4.15 Sistema de negociación multilateral (SMN) como "sistema multilateral, operado por una empresa de inversión o por un gestor del mercado, que permite reunir —dentro del sistema y según normas no discrecionales— los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en el título II". Previamente, en el ordenamiento estadounidense, el 2 de diciembre de 1998 la SEC había adoptado normas específicas para la regulación de los ATS (Alternative Trading Systems): Securities Exchange Act Release N°. 40760 (Dec. 8, 1998), 63 Fed.Reg. 70844 (Dec. 22, 1998). El sistema regulador descrito supone el ofrecimiento a los ATS de una doble alternativa de registro: como broker-dealer, debiendo cumplir entonces las normas adicionales de la Regulation ATS; y como exchange —Island, el 28 de junio de 1999; NexTrade, el 24 de marzo de 2000—. Adicionalmente, el sistema se completa con un conjunto de excepciones en virtud de las cuales, bien por exceso (el ATS está registrado como exchange), bien por defecto (limitado volumen de negociación), el ATS no ha de cumplir con la Regulation ATS. Special Study: Electronic Communication Networks and After-Hours Trading, SEC, Division of Market Regulation, June 2000.

(28) Modelo empleado por la plataforma española partiZipa.com.

(29) Modelo de sindicación de la participación a través de comunidades de bienes que propone la plataforma española TheCrowdAngel.com.

© Thomson Reuters